

**MESSUNG, PRÄSENTATION UND ANALYSE DER
INVESTMENT PERFORMANCE –
AKTUELLE HERAUSFORDERUNGEN UND
ENTWICKLUNGEN IN DER SCHWEIZ**

Diplomarbeit

in
Corporate Finance

am
**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei
PROF. DR. RUDOLF VOLKART

Verfasserin: Svetlana Motovilova
Matrikelnr.: 00-731-471

Speerstrasse 38
8038 Zürich

Tel: 076/385-29-11
E-Mail: s.motovilova@access.unizh.ch

Abgabedatum: 20. Januar 2005

EXECUTIVE SUMMARY

Die Investment-Management-Branche charakterisiert sich in den letzten Jahren durch einen zunehmenden globalen Wettbewerb, volatile Kapitalmärkte und ein starkes Bedürfnis an Ethik und Transparenz. In diesem Umfeld zählen Innovation, eine klare Differenzierung, eine professionelle und transparente Kundenbetreuung sowie eine ausgewiesene Kompetenz zu den kritischen Erfolgsfaktoren.

Eine hochwertige und transparente Präsentation und Analyse der Anlageergebnisse präsentiert sich als eines der möglichen Mittel, um diesen Anforderungen gerecht zu werden und das Vertrauen der Investoren zu gewinnen. In diesem Zusammenhang setzen sich auch Tendenzen zur Regulierung und Standardisierung im Bereich Investment Performance durch. Mit der Evolution der Performance Presentation Standards hat sich bereits ein global anerkanntes Regelwerk etabliert. Die Vielfalt der Methoden und Konzepte auf dem Gebiet Performance-Analyse schafft ein Bedürfnis nach weiterer Standardisierung.

Alle diese Entwicklungen führen zu einem grossen Interesse an der Forschung im Bereich Investment Performance, was auch Anlass zu dieser Arbeit gegeben hat.

Zielsetzung der Arbeit

Diese Arbeit setzt sich Folgendes zum Ziel:

- einen Überblick über die wichtigsten theoretischen Ansätze in der Performance-Messung und -Analyse zu geben,
- die aktuellen praktischen Problemstellungen und Herausforderungen sowie Entwicklungstendenzen im Bereich Investment Performance in der Schweiz festzustellen und zu analysieren sowie kritische Schlussfolgerungen zu formulieren.

Forschungsansatz und Vorgehen

Die bei dieser Arbeit eingesetzte Forschungsmethode basiert einerseits auf dem Studium der vorhandenen relevanten Literatur sowie allfälliger verfügbarer Studien und Markterhebungen von Dritten. Andererseits wurde für diese Arbeit eine eigene empirische Erhebung durchgeführt.

Die eigene Erhebung wurde mittels einer gezielten Umfrage unter systematisch ausgewählten Vermögensverwaltern durchgeführt, bei welchen von einer entsprechenden Erfahrung im Bereich Investment Performance ausgegangen werden konnte. Als Hauptkriterium für das Vorhandensein einer solchen Erfahrung wurde die Übereinstimmung des jeweiligen Instituts mit den Performance Presentation Standards definiert. Da es nicht möglich war, diese Grundgesamtheit vollständig zu befragen, wurde anhand der offiziellen Informationen der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) und mit der Unterstützung der Experten eine repräsentative Stichprobe von 34 Instituten definiert.

Für die Erhebung wurde ein Fragebogen entwickelt, welcher per E-Mail an die ausgewählten Institute versandt wurde. Von den insgesamt 34 verschickten Fragebögen wurden 25 zurückgesandt, was einer Rücklaufquote von 74 Prozent entspricht.

Im weiteren Teil der Untersuchung wurden Experten-Interviews mit Mitgliedern der Gremien der Performance Presentation Standards sowie mit Vertretern der Vermögensverwaltungsinstitute und Wirtschaftsprüfern durchgeführt. Somit wurde die Problemstellung ganzheitlich angegangen.

Investment Performance als Gegenstand der wissenschaftlichen Forschung

Im Rahmen dieser Arbeit wurde eine Bestandsaufnahme der verfügbaren Literaturquellen im Bereich Investment Performance vorgenommen. Diese lassen sich in folgende Kategorien einordnen:

- Originalbeiträge der Wissenschaftler und Praktiker zu einzelnen Themenbereichen der Investment Performance.
- Standards der Branchenverbände der Investment Manager, welche die akademische Forschung mit Erfahrungen aus der Praxis konsolidieren.
- Zusammenfassende Lehrbücher, welche die zahlreichen Fachkonzepte, -artikel und -beiträge in einem Nachschlagebuch kompilieren.

Rolle der Performance-Messung in der Vermögensverwaltung

Die Performance-Messung und -Analyse nimmt folgende grundsätzliche Funktionen in der Vermögensverwaltung wahr:

- Beitrag zur Steuerung und Optimierung des Anlageprozesses durch die Beurteilung der Qualität der Anlageentscheidungen.
- Unterstützung bei der Entwicklung neuer Anlageprodukte.
- Externe Kommunikation der Ergebnisse der Vermögensverwaltung.

Theorie der Performance-Messung, -Analyse und -Attribution

Da praktische Problemstellungen nicht ohne Verständnis der Theorie analysiert werden können, werden in der vorliegenden Arbeit die folgenden bedeutendsten theoretischen Ansätze der Performance-Messung im Sinne einer Übersicht vorgestellt:

- geldgewichtete Rendite,
- zeitgewichtete Rendite,
- Annäherungsverfahren zur zeitgewichteten Rendite,
- Hybridmethoden,
- diskrete und stetige Rendite,
- risikoadjustierte Rendite.

Im Bereich Performance-Analyse und -Attribution werden die Leitprinzipien der Attributionsanalyse sowie ein grundsätzliches Vorgehen bei der Rendite-Attribution für ein Aktien- und ein festverzinsliches Portfolio sowie das Vorgehen bei der Risiko-Attribution vorgestellt.

Entwicklung der Performance Presentation Standards

Im Sinne eines Überblicks werden in der vorliegenden Arbeit die Ziele, der Inhalt und die Geschichte der Entstehung der Performance Presentation Standards und deren Etablierung in der Schweiz dargestellt. Diese Standards sind freiwillige, international anerkannte, ethische Richtlinien zur vollständigen und transparenten Präsentation der Investment-Performance-Resultate. Die Standards sind auf globaler Ebene durch die Global Investment Performance Standards (GIPS) und in der Schweiz durch die Swiss Performance Presentation Standards (SPPS) repräsentiert. Die SPPS als die „Swiss Version of GIPS“ stellen effektiv ein Äquivalent der GIPS dar und enthalten nur einige zusätzliche Bestimmungen.

Die Standards geniessen in der Schweiz eine hohe Akzeptanz, was aus den Marktstudien deutlich hervorgeht. Die meisten grossen Akteure im schweizerischen Vermögensverwaltungsgeschäft für institutionelle Kunden sind in Übereinstimmung mit den SPPS. Unter den Instituten, welche in der Vermögensverwaltung für Privatkunden tätig sind, ist die Popularität der SPPS zwar geringer, nimmt aber stetig zu.

Für die weltweite Entwicklung und Förderung der Performance Presentation Standards ist das globale Gremium Investment Performance Council (IPC) zuständig. In der Schweiz fungiert die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) als Förderer der Standards. Im Moment ist eine grundlegende Überarbeitung der GIPS im Gange – die revidierten GIPS werden per 1.1.2006 in Kraft treten.

Praktische Herausforderungen im Bereich Investment Performance in der Schweiz

Aufgrund der Ergebnisse der durchgeführten Erhebung und Analyse kristallisieren sich für Vermögensverwalter im Bereich Investment Performance gegenwärtig die folgenden grössten Herausforderungen heraus:

- Steigende Erwartungen der institutionellen Kunden in Bezug auf die Qualität und den Inhalt des Performance-Reportings verlangen von Investment Managern die Umsetzung moderner anspruchsvoller Methoden und Ansätze. Hier bestehen einerseits technische Anwendungsprobleme, bspw. mit der Beschaffung und der Verarbeitung der notwendigen Daten. Andererseits ist auch ein grundsätzlicher Gesinnungswandel in der Philosophie der Performance-Präsentation nötig. Zum Beispiel muss sich noch das Verständnis etablieren, dass neben einer zeitgewichteten „Manager-Rendite“ auch eine geldgewichtete „Kunden-Rendite“ ausgewiesen werden sollte.
- Performance-Messung bedeutet nicht nur Berechnung der Rendite, sondern auch des Anlagerisikos. Das Letztere wird aber in der Praxis oft vernachlässigt, vor allem was die Prognostizierung des zukünftigen Ex-ante-Risikos anbelangt.

- Performance-Messung ist eine der Schlüsselfunktionen in einer Vermögensverwaltungsfirma und sollte darum eine breitere Mission wahrnehmen als derzeit häufig üblich. Es ist eine Herausforderung für Investment Manager, das grosse interne Potential in der Performance-Analyse durch eine entsprechende Integration in den Investment-Management-Prozess voll auszuschöpfen.
- Die SPPS haben sich in der Schweiz als Branchenstandard gut etabliert. Nicht alle beabsichtigten Ziele der Standards sind jedoch erreicht worden, bspw. die Vergleichbarkeit der Performance-Präsentationen verschiedener Investment Manager. Überdies muss die Sensibilisierung der Vermögensverwaltungskunden auf die SPPS erhöht werden, damit sie den Nutzen der SPPS-Compliance verstehen und bewerten können.
- Die SPPS befinden sich im Prozess einer kontinuierlichen Weiterentwicklung. Die steigende Komplexität der Standards schlägt sich für Investment Manager in entsprechend höheren Kosten der Aufrechterhaltung der SPPS-Compliance nieder.

Erwartete Entwicklungstendenzen

In der Zukunft können folgende Entwicklungen im Bereich Investment Performance erwartet werden:

- Es kann mit einem weiteren Fortschritt gerechnet werden, bspw. mit neuen Konzepten und Methoden sowie leistungsfähigeren IT-Lösungen. Dies soll einerseits eine Verbesserung des Prozesses der Performance-Messung und -Analyse mit sich bringen, aber andererseits wohl auch zu einem steigenden Leistungsdruck auf Investment Manager in Sachen Performance führen.
- Es wird erwartet, dass die Aufsichtsbehörden in der Schweiz die Präsentation der Investment Performance zunehmend regulieren werden. Dies soll vor allem aus der Optik des Anlegerschutzes erfolgen.
- Die SPPS werden neue und strengere Anforderungen an die Performance-Präsentation stellen. Im Rahmen eines Evolutionsprozesses werden sich die Standards auch auf neue Bereiche ausweiten, z. B. Hedge Funds.
- Mit der steigenden Komplexität der SPPS wird sich der Bedarf an einer wirksamen Überwachung der Compliance erhöhen. Aus diesem Grund kann damit gerechnet werden, dass die derzeit freiwillige Verifikation der Übereinstimmung mit den SPPS in der Zukunft obligatorisch werden kann.
- Der Prozess der Standardisierung wird sich auf weitere fachliche Aspekte im Bereich Investment Performance ausweiten, bspw. Performance-Attribution sowie Kunden-Reporting. Die ersten Initiativen sind bereits von den Fachgremien lanciert worden.

Als Fazit kann festgehalten werden, dass die im Rahmen der vorliegenden Arbeit durchgeführte Untersuchung eine steigende Bedeutung der Performance-Messung in der Vermögensverwaltung zeigt. Die Investment Performance leistet einen substantiellen Beitrag zur Optimierung des Anlageprozesses sowie zur Transparenz und Ethik, was schlussendlich sowohl für Vermögensverwalter als auch für Investoren von grossem Nutzen ist.

INHALTSVERZEICHNIS

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	VII
TABELLENVERZEICHNIS	VIII
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	IX
1 EINLEITUNG.....	1
1.1 ZIELSETZUNG	1
1.2 FORSCHUNGSANSATZ, METHODIK UND STRUKTUR DER ARBEIT.....	2
1.2.1 Aufbau der Arbeit.....	2
1.2.2 Forschungsansatz	3
1.3 BEGRIFFE UND ERLÄUTERUNGEN.....	5
2 PERFORMANCE-MESSUNG UND -ANALYSE IM INVESTMENT MANAGEMENT	7
2.1 INVESTMENT PERFORMANCE ALS GEGENSTAND DER WISSENSCHAFTLICHEN FORSCHUNG... 7	
2.1.1 Überblick über die wissenschaftliche Literatur.....	7
2.1.2 Diskussion über die Definition der Investment Performance	8
2.2 ROLLE DER PERFORMANCE-MESSUNG IN DER VERMÖGENSVERWALTUNG	10
2.3 ANERKANNTE THEORETISCHE ANSÄTZE IN DER PERFORMANCE-MESSUNG UND - ANALYSE.....	11
2.3.1 Performance-Messung.....	12
2.3.1.1 Einfache Rendite	12
2.3.1.2 Geldgewichtete (MWR) Rendite.....	13
2.3.1.3 Zeitgewichtete (TWR) Rendite	15
2.3.1.4 Annäherungsverfahren zur TWR-Rendite	17
2.3.1.5 MWR-Rendite vs. TWR-Rendite.....	19
2.3.1.6 Hybridmethoden.....	22
2.3.1.7 Diskrete und stetige Rendite	22
2.3.1.8 Risikoadjustierte Rendite	23
2.3.2 Performance-Analyse und -Attribution.....	29
2.3.2.1 Grundsätze der Performance-Attribution.....	29
2.3.2.2 Attributionsanalyse für Aktien-Portfolios.....	32
2.3.2.3 Attributionsanalyse für festverzinsliche Portfolios	33
2.3.2.4 Risiko-Attribution	34
3 PERFORMANCE PRESENTATION STANDARDS IN DER SCHWEIZ: ENTWICKLUNG UND STATUS.....	36
3.1 EVOLUTION DER PERFORMANCE PRESENTATION STANDARDS	36
3.1.1 Ausgangslage und Zielsetzung.....	36
3.1.2 Entwicklung der Standards.....	37
3.1.3 Gremien der Performance Presentation Standards.....	40
3.1.4 Inhalt der Performance Presentation Standards	41

3.1.5	Die gegenwärtige Überarbeitung der GIPS.....	43
3.2	DER STATUS DER SPPS-COMPLIANCE IN DER SCHWEIZ.....	44
4	PRAKTISCHE HERAUSFORDERUNGEN IM BEREICH INVESTMENT PERFORMANCE.....	47
4.1	ROLLE UND FUNKTIONEN DER PERFORMANCE-MESSUNG UND -ANALYSE IN DER PRAXIS.....	47
4.2	PROBLEMSTELLUNGEN BEI DER PERFORMANCE-MESSUNG.....	49
4.2.1	Anwendbarkeit der Renditen.....	49
4.2.2	Berechnung der zeitgewichteten Rendite.....	51
4.2.3	Berücksichtigung des Anlagerisikos bei der Performance-Messung.....	52
4.3	PROBLEMSTELLUNGEN BEI PERFORMANCE-PRÄSENTATION UND -REPORTING.....	55
4.3.1	SPPS: Erwartungen und Realität.....	55
4.3.2	SPPS: Akzeptanz der Compliance.....	57
4.3.3	SPPS: fehlende Vergleichbarkeit.....	62
4.3.4	SPPS: uneinheitliche Entwicklung.....	64
4.3.5	SPPS: Probleme bei der Umsetzung.....	66
4.3.6	SPPS: unabhängige Verifikation.....	68
4.3.7	SPPS: Handlungsbedarf im externen Marketing.....	69
4.3.8	SPPS: Integration in das regulatorische Umfeld.....	71
4.3.9	Problemstellungen im Investment-Reporting für Vermögensverwaltungskunden.....	73
4.4	PERFORMANCE-ANALYSE UND -ATTRIBUTION.....	74
4.4.1	Status der Performance-Attribution in der Schweiz.....	75
4.4.2	Praktische Probleme bei der Umsetzung der Performance-Attribution.....	76
4.4.3	Möglichkeiten der Standardisierung der Performance-Attribution.....	80
5	SCHLUSSFOLGERUNGEN UND AUSBLICK.....	83
	LITERATURVERZEICHNIS.....	85
	VERZEICHNIS DER INTERVIEWPARTNER.....	89
	ANHANG I: STRUKTUR DER RESPONDENTEN DER UMFRAGE.....	90
	ANHANG II: FRAGEBOGEN.....	91

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abb. 1: Einordnung der Performance-Messung und -Analyse in den Anlageprozess	10
Abb. 2: Funktionen der Performance-Messung.....	11
Abb. 3: Performancemass M^2	28
Abb. 4: Teilbereiche der Performance-Analyse	30
Abb. 5: Einflussfaktoren im Rahmen einer Attributionsanalyse	31
Abb. 6: Performance-Attribution eines Aktien-Portfolios.....	32
Abb. 7: Famas Zerlegung der Rendite.....	33
Abb. 8: Rendite-Attribution eines festverzinslichen Portfolios.....	34
Abb. 9: GIPS-Gremien weltweit.....	41
Abb. 10: Vision der Überarbeitung der GIPS.....	44
Abb. 11: Status der Übereinstimmung mit den Performance Presentation Standards in der Schweiz.....	45
Abb. 12: Funktionen der Performance-Messung und -Analyse in der Firma.....	47
Abb. 13: Einbettung des Investment-Performance-Teams in die Organisation der Firma.....	48
Abb. 14: Arten der Renditen, welche in der Praxis in der Schweiz berechnet werden	50
Abb. 15: Meinungen zur Frage, ob es sinnvoll ist, bei der Performance-Präsentation für einen bestehenden Kunden sowohl eine „Manager-Rendite“ als auch eine „Kunden-Rendite“ auszuweisen	50
Abb. 16: Die grössten Probleme bei der Messung einer echten zeitgewichteten Rendite.....	52
Abb. 17: Welche Risikomasse werden am häufigsten berechnet	53
Abb. 18: Auf Basis welcher Renditearten werden Risikomasse berechnet?	54
Abb. 19: Erwartete Vorteile aus der Einführung der SPPS-Compliance	56
Abb. 20: Inwieweit wurden die erwarteten Vorteile aus der SPPS-Compliance erfüllt?.....	56
Abb. 21: Wird der Aufwand der Einführung und Aufrechterhaltung der SPPS/GIPS-Compliance durch den Nutzen gerechtfertigt?	57
Abb. 22: Die grössten Defizite in Bezug auf die Akzeptanz der SPPS in der Schweiz	58
Abb. 23: Meinungen der Respondenten, ob die Übereinstimmung mit den SPPS obligatorisch sein sollte.	60
Abb. 24: Ist das Ziel der Vergleichbarkeit der Performance verschiedener Investment Manager erreicht?	62
Abb. 25: Gründe für die fehlende Vergleichbarkeit der Performance-Präsentationen.....	63
Abb. 26: Die grössten Probleme bei der Implementierung der SPPS-Compliance.....	66
Abb. 27: Meinungen der Respondenten bezüglich der möglichen Mittel zur Vermarktung der SPPS-Compliance.....	70
Abb. 28: Hauptprobleme im Bereich Performance-Reporting für bestehende Kunden	73
Abb. 29: Status quo der Performance-Analyse in der Schweiz.....	76
Abb. 30: Hauptprobleme im Bereich Performance-Attribution	77
Abb. 31: Unterstützung der Standardisierung im Bereich Performance-Attribution	80
Abb. 32: Struktur der Respondenten nach Kundensegment.....	90
Abb. 33: Struktur der Respondenten nach Grösse des verwalteten Vermögens	90

TABELLENVERZEICHNIS

Tab. 1: Vergleich der „Unit Price“- und der „echten“ TWR-Methode	17
Tab. 2: „Manager-Rendite“ vs. „Kunden-Rendite“: Methodologische Unterschiede	20
Tab. 3: Fallbeispiel TWR-Rendite vs. MWR-Rendite	21
Tab. 4: Evolution der Performance Presentation Standards	39
Tab. 5: Teilbereiche der Performance Presentation Standards	42
Tab. 6: Status der Berechnung der risikoadjustierten Renditen	54
Tab. 7: Beurteilung der Performance Presentation Standards in Bezug auf die Behandlung einzelner Themenbereiche	65

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
Abb.	Abbildung
AG	Aktiengesellschaft
AIMR	Association for Investment Management and Research (2004 in CFA Institute umbenannt)
AIPMPS	Australian Investment Performance Measurement and Presentation Standards
allg.	allgemein
Art.	Artikel
BAI	Bank Administration Institute
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFA	Chartered Financial Analyst
CHF	Schweizer Franken
CVG	Country Version of GIPS
d.h.	das heisst
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
EIPC	European Investment Performance Committee
et al.	et alteri
etc.	et cetera
f.	folgende (Seite)
FAF	Financial Analysts Federation
ff.	fortfolgende (Seiten)
GIPS	Global Investment Performance Standards
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
ICAA	Investment Counsel Association of America
inkl.	inklusive
IPC	Investment Performance Council
IRR	Internal Rate of Return
ISfA	Information Standard for Analysts
IT	Informationstechnologie

lit.	litera
Mia.	Milliarden
mind.	mindestens
MWR	Money-weighted rate of return
PM	Portfolio Management
PwC	PricewaterhouseCoopers
resp.	respektive
S.	Seite(n)
SAAJ	Security Analysts Association of Japan
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SEC	Security and Exchange Commission
SFA	Swiss Funds Association
SFAA	Swiss Financial Analysts Association (Schweizerische Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung)
SIA	Society of Investment Analysts
sog.	Sogenannt
SPPS	Swiss Performance Presentation Standards
Tab.	Tabelle
TG	Translation of GIPS
TWR	Time-weighted rate of return
u.a.	unter anderem
UK	United Kingdom
UKIPS	United Kingdom Investment Performance Standard
USA	United States of America
usw.	und so weiter
vgl.	vergleiche
VSV	Verband Schweizerischer Vermögensverwalter
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil
z.Z.	zur Zeit
Ziff.	Ziffer

1 EINLEITUNG

Die Investment-Management-Branche kennzeichnet sich in den letzten Jahren durch folgende signifikante Entwicklungen:

- Zunehmender globaler Wettbewerb unter Vermögensverwaltern und die volatilen Kapitalmärkte schaffen eine Umgebung, in welcher der Differenzierung, professioneller Kundenbetreuung und Kompetenz eine besonders grosse Bedeutung beigemessen wird.
- Die Interessengruppen der Vermögensverwaltungsinstitute, wie Kunden, Aktionäre und Geschäftspartner, stellen immer höhere Anforderungen an die ihnen zur Verfügung gestellten Informationen – sie verlangen Transparenz, Glaubwürdigkeit und Ethik.
- Vermögensverwaltungskunden werden immer anspruchsvoller – sie erwarten eine hochwertige Präsentation und Analyse der Anlageergebnisse.¹

Diese Entwicklungen widerspiegeln sich in den erhöhten Anforderungen, welche an die Messung und Analyse der Investment Performance gestellt werden. Innovative Anlageprodukte und der Nachweis eines durch das aktive Portfolio Management erzielten überdurchschnittlichen Erfolges, welcher sich in der entsprechenden Rendite manifestiert, werden vermehrt zu den Hauptdifferenzierungsfaktoren in der Vermögensverwaltung². Die Performance der globalen Aktienmärkte und das Vertrauen der Investoren werden unter den wichtigsten Herausforderungen der Investment-Management-Branche genannt³. Die Messung und Analyse der Investment Performance werden immer komplexer und setzen ein spezifisches theoretisches Wissen sowie entsprechende praktische Erfahrungen voraus.

Überdies setzen sich in letzter Zeit Tendenzen zur Regulierung und Standardisierung in diesem Bereich durch. Mit der Evolution der Performance Presentation Standards hat sich bereits ein globales Investment-Performance-Regelwerk etabliert. Die Vielfalt der Methoden und Konzepte auf dem Gebiet Performance-Analyse schafft ein Bedürfnis nach weiterer Standardisierung.

Alle diese Entwicklungen stimulieren ein grosses Interesse an der Forschung im Bereich Investment Performance, was auch Anlass zu dieser Arbeit gegeben hat.

1.1 Zielsetzung

Diese Arbeit setzt sich Folgendes zum Ziel:

- einen Überblick über die wichtigsten theoretischen Ansätze in der Performance-Messung zu geben,

¹ Vgl. <http://www.pwc.ch/spps>, 3.12.2004 (Abfragedatum).

² Vgl. Zimmermann et al. 2003, S. 141f.

³ Vgl. PwC (Hrsg.), Global Investment Management Survey, 2003, S. 16.

- die gegenwärtigen praktischen Problemstellungen und Herausforderungen sowie die aktuellen Entwicklungstendenzen im Bereich Messung und Präsentation der Investment Performance in der Schweiz festzustellen und zu analysieren,
- Schlussfolgerungen in Bezug auf die festgestellten Herausforderungen und Entwicklungstendenzen zu formulieren.

1.2 Forschungsansatz, Methodik und Struktur der Arbeit

1.2.1 Aufbau der Arbeit

Der Fokus dieser Arbeit liegt auf einer empirischen Untersuchung der praktischen Problemstellungen und Herausforderungen im Bereich Messung, Präsentation und Analyse der Investment Performance in der Schweiz. Vorgängig werden zwecks Einführung in die Materie die theoretischen Grundlagen der Performance-Messung und -Analyse kurz behandelt. Die Arbeit enthält drei folgende Hauptteile.

In Kapitel 2 der Arbeit werden anhand der aktuellen wissenschaftlichen Quellen die Rolle der Messung und Analyse der Investment Performance in der Vermögensverwaltung sowie die wichtigsten anerkannten theoretischen Ansätze in diesem Bereich dargelegt. Kapitel 2 wurde grösstenteils durch sorgfältiges Literaturstudium erstellt und teilweise mit den Informationen aus den Interviews ergänzt.

Kapitel 3 dieser Arbeit befasst sich mit der Entstehung und dem Status der Performance Presentation Standards (Swiss Performance Presentation Standards [SPPS] bzw. Global Investment Performance Standards [GIPS]) in der Schweiz. Es werden die Ausgangslage der Entwicklung eines Performance Standards in der Vermögensverwaltungsbranche sowie die Evolutionsgeschichte der Performance Presentation Standards dargelegt. Dann wird der gegenwärtige Status der Akzeptanz und Anwendung der Standards in der schweizerischen Vermögensverwaltungsbranche diskutiert. Kapitel 3 wurde durch eine Analyse der verfügbaren Marktstudien und auf der Basis der Informationen aus den Interviews erstellt sowie mit den Ergebnissen der eigenen empirischen Erhebung ergänzt.

In Kapitel 4, im empirischen Kernstück dieser Arbeit, werden die konkreten gegenwärtigen praktischen Problemstellungen und Herausforderungen sowie die aktuellen Entwicklungstendenzen im Bereich Investment Performance in der Schweiz analysiert. Dieses Kapitel basiert hauptsächlich auf den Ergebnissen der eigenen empirischen Erhebung, welche unter Investment Managern in der Schweiz durchgeführt wurde, sowie auf den Informationen aus den Experten-Interviews.

Im letzten Kapitel 5 werden die wichtigsten Erkenntnisse dieser Arbeit zusammengefasst sowie zukünftige Entwicklungstendenzen im Bereich Investment Performance im Sinne eines Ausblicks aufgezeigt.

1.2.2 Forschungsansatz

Die Grundsteine des Forschungsansatzes der vorliegenden Arbeit werden wie folgt definiert: Als das Forschungsobjekt wird das Gebiet der Messung, Präsentation und Analyse der Investment Performance in der Schweiz festgelegt. Als das Erkenntnisobjekt (im Sinne des fokussierten Aspektes des Betrachtungsgegenstandes⁴) fungieren die praktischen Problemstellungen und Herausforderungen in diesem Bereich, welche es zu untersuchen gilt. Das Forschungsziel der Arbeit ist im Kapitel 1.1 formuliert.

Die bei dieser Arbeit eingesetzte Forschungsmethode basiert einerseits auf dem Studium der vorhandenen relevanten Literatur sowie allfälliger verfügbarer Studien und Markterhebungen von Dritten. Von den Markterhebungen von Dritten wurden vor allem die Studien von PricewaterhouseCoopers (PwC) verwendet, weil von dieser Beratungsfirma die einzigen Markterhebungen im Bereich Investment Performance in der Schweiz stammen.

Andererseits wurde für diese Arbeit eine *eigene* empirische Erhebung durchgeführt.

Eine empirische Untersuchung bedeutet die Überprüfung einer theoretisch formulierten Grundlage auf die Realität. Diese Überprüfung erfolgt mittels quantitativer oder qualitativer Erfassungsverfahren, wie bspw. Befragung. Da bei einer Befragung eine Vollerhebung üblicherweise nicht möglich ist, kann mit einer Teilerhebung vorgegangen werden. Die im Rahmen der Teilerhebung gewonnenen Erkenntnisse können dann auf die Grundgesamtheit übertragen werden.⁵ Basierend auf diesem theoretischen Ansatz wurde die eigene empirische Erhebung strukturiert.

Ziele der durchgeführten Erhebung waren das Ermitteln von praktischen Erfahrungen der schweizerischen Vermögensverwaltungsbranche sowie die Feststellung der Problemstellungen und Herausforderungen im Bereich Performance-Messung, -Präsentation und -Analyse. Darum wurde diese Erhebung mittels einer gezielten Umfrage unter systematisch ausgewählten Investment Managern durchgeführt, bei welchen von einer entsprechenden Erfahrung in diesem Bereich ausgegangen werden konnte. Als Hauptkriterium für das Vorhandensein einer solchen Erfahrung wurde die Übereinstimmung des jeweiligen Instituts mit den Performance Presentation Standards definiert.

Somit bestand die Grundgesamtheit für Zwecke dieser Erhebung aus sämtlichen schweizerischen Finanzinstituten, welche in der Vermögensverwaltung tätig sind und die Übereinstimmung mit den SPPS bzw. GIPS erklären bzw. im Prozess der Einführung dieser Standards sind. Gemäss den Informationen von PwC beträgt die Anzahl der Vermögensverwalter in der Schweiz, welche die Übereinstimmung mit den SPPS/GIPS erklären bzw. im Prozess der Einführung dieser Standards sind, derzeit ca. 50 Institute.⁶ Wegen der z. T. fehlenden Informationen war es nicht möglich, diese Grundgesamtheit vollständig zu befragen. Darum wurde bei der Festlegung der zu befragenden Institute wie folgt vorgegangen:

⁴ Vgl. Sachs / Hauser 2002, S. 32.

⁵ Vgl. Sachs / Hauser 2002, S. 36 und 108.

⁶ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

- In einem ersten Schritt wurde die offizielle „Liste der Teilnehmer an den SPPS“ der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) als Basis genommen.⁷
- In einem zweiten Schritt wurde diese Liste mit der Unterstützung eines Mitglieds der SPPS-Expertengruppe der SBVg⁸ um einige Institute ergänzt, bei welchen die entsprechende Erfahrung im Bereich Investment Performance vorhanden sein sollte, welche aber nicht auf dieser Liste waren.
- Somit wurde eine repräsentative Stichprobe von 34 Instituten definiert, wodurch es möglich sein sollte, von der Stichprobe auf die Grundgesamtheit zu schliessen.

Für die Erhebung wurde ein standardisierter Fragebogen mit meist halboffenen und teilweise geschlossenen Fragen entwickelt.⁹ Die Fragebögen wurden am 25. Oktober 2004 per E-Mail an die ausgewählten Institute versandt. Dabei wurden gezielt die leitenden Mitarbeiter angeschrieben, welche für die Performance-Messung und -Analyse bzw. die SPPS-Compliance verantwortlich sind. Als Einsendeschluss wurde der 15. November 2004 definiert. Von den insgesamt 34 verschickten Fragebögen wurden 25 zurückgesandt, was einer Rücklaufquote von 74 Prozent entspricht.

Die Struktur der Respondenten der Umfrage nach Kundensegment sowie nach Grösse des verwalteten Vermögens ist im Anhang I ersichtlich.

Im weiteren Teil der Untersuchung wurden Experten-Interviews mit Mitgliedern der SPPS-Expertengruppe der SBVg und der GIPS-Gremien (Investment Performance Council [IPC] und European Investment Performance Committee [EIPC]), mit einem Vertreter einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft sowie mit Vertretern der Vermögensverwaltungsinstitute, sowohl aus dem Bereich des institutionellen Asset Managements als auch aus dem Bereich Private Banking, durchgeführt (vgl. Verzeichnis der Interviewpartner).

Somit wurde der Untersuchungsbereich aus verschiedenen Perspektiven betrachtet: erstens die Betrachtung der „Performance-Produzenten“ und Anwender der Performance Standards (Vermögensverwalter), zweitens die Betrachtung der Gestalter der Performance Standards (die SPPS-Expertengruppe der SBVg und die GIPS-Gremien) und drittens die Betrachtung der unabhängigen Verifizierer (Wirtschaftsprüfer). Somit wurde die Problemstellung ganzheitlich angegangen.

⁷ Vgl. <http://www.swissbanking.org/spps-allgemein-teilnehmer.htm>, 15.10.2004 (Abfragedatum).

⁸ Die SPPS-Expertengruppe der SBVg ist ein Fachgremium der Schweizerischen Bankiervereinigung, welches sich mit der Förderung der SPPS und GIPS in der Schweiz befasst.

⁹ Der Fragebogen ist im Anhang II beigelegt.

1.3 Begriffe und Erläuterungen

Nachfolgend werden einige in dieser Arbeit verwendete Begriffe erklärt, welche nach der Meinung der Autorin wegen deren Fachspezifik einer näheren Erläuterung bedürfen.

Aktive Rendite: Differenz zwischen der Portfolio-Rendite und der Benchmark-Rendite, auch *Überschussrendite* oder *relative Rendite* genannt.¹⁰

Back-Office: interne Organisationseinheit, welche die operationelle Unterstützung der Vermögensverwaltung wahrnimmt, wie die Wertschriftenbuchhaltung, Administration, Handelsabwicklung, Datenverarbeitung und Compliance.¹¹

Benchmark: eine Referenzgrösse, gegenüber welcher die erzielte Performance des Portfolios verglichen und analysiert wird. Der Benchmark ist öfters durch einen Marktindex, Kombinationen der Markt-Indizes bzw. ein Vergleichsportfolio dargestellt.¹²

Beta: Mass des systematischen Risikos des Portfolios (Sensitivität der Portfolio-Rendite mit der Benchmark-Rendite).¹³

Composite: Zusammenfassung einer Anzahl von Vermögensverwaltungsportfolios zu einer Gruppe, die ein bestimmtes Anlageziel oder eine bestimmte Anlagestrategie repräsentiert.¹⁴

Dispersion: Streuung der Renditen innerhalb einer Grundgesamtheit (bspw. eines Composites).¹⁵

Duration: Mass der Sensitivität des Preises eines festverzinslichen Anlageinstruments gegenüber Änderungen der Zinssätze.¹⁶

Geldgewichtete Rendite: Renditeberechnung, welche die Auswirkung exogener Mittelflüsse Performance-wirksam berücksichtigt. Auch *MWR* („Money-Weighted Rate of Return“) genannt.

Handelstag-Prinzip: Buchführungsgrundsatz, nach welchem die Verbuchung der Wertschriften im Anlageportfolio am Datum der Transaktion (des Handels) erfolgt.¹⁷

Investment Consultants: professionelle Berater der institutionellen Anleger (bspw. der Pensionskassen), welche diese Anleger bei der Auswahl der Vermögensverwalter sowie bei der Formulierung der Anlagestrategie unterstützen.

Investment Manager: Vermögensverwalter.

¹⁰ Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance on Performance Attribution Presentation, 2004, S. 3.

¹¹ Vgl. http://www.investorwords.com/376/back_office.html, 15.10.2004 (Abfragedatum).

¹² Vgl. Zimmermann et al. 1996, S. 8, bzw. Bickel 2000, S. 29.

¹³ Vgl. Reilly / Brown 1997, S. 22f.

¹⁴ Vgl. AIMR (Hrsg.), Global Investment Performance Standards, 1999, S. 6.

¹⁵ Vgl. AIMR (Hrsg.), AIMR Performance Presentation Standards Handbook, 1997, S. 97.

¹⁶ Vgl. Reilly / Brown 1997, S. 568.

¹⁷ Vgl. AIMR (Hrsg.), Revising the GIPS Standards (“Gold” GIPS), 2004, S. 49.

Investment Performance: Diese Arbeit stützt sich auf eine allgemeine Definition der Investment Performance, und zwar als eine von einer Anlage über eine bestimmte Zeitperiode erzielte Wertveränderung (Rendite), welche im Kontext des eingegangenen Anlagerisikos betrachtet wird. Die Performance soll somit immer als eine Kombination der Anlagerendite und des Anlagerisikos betrachtet werden.¹⁸

Performance Attribution: Prozess der Zerlegung der Rendite und des Risikos eines Anlageportfolios in die einzelnen Anlageentscheidungskomponenten zwecks Analyse des Mehrwerts des aktiven Portfolio Managements und der Risiko-Komponenten der Anlagestrategie.¹⁹

Performance Presentation Standards: Ethische, weltweit anerkannte Grundsätze für die Darstellung der Investment Performance, welche eine faire Präsentation und vollständige Offenlegung der Performance-Historie eines Vermögensverwalters gewährleisten²⁰. Als Performance Presentation Standards werden in dieser Arbeit alle Standards bezeichnet, welche auf den Global Investment Performance Standards (GIPS) basieren. In der Schweiz sind das die Swiss Performance Presentation Standards (SPPS), die sog. Swiss Version of GIPS.

Performance Track Record: Präsentierte Performance-Historie einer Vermögensverwaltungsfirma.

Risikoadjustierte Rendite: Rendite, welche quantifizierbare Auswirkungen des Anlagerisikos explizit berücksichtigt.

SPPS/GIPS-Compliance: Übereinstimmung einer Vermögensverwaltungsfirma mit den SPPS bzw. GIPS auf Gesamtfirmenebene.

SPPS/GIPS-Verifikation: Bestätigung der Übereinstimmung einer Vermögensverwaltungsfirma mit den SPPS/GIPS durch einen unabhängigen Prüfer.

Zeitgewichtete Rendite: Renditeberechnung, welche die Auswirkung exogener Mittelflüsse neutralisiert. Auch *TWR* („Time-Weighted Rate of Return“) genannt.

¹⁸ Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance on Performance Attribution Presentation, 2004, S. 2f.

¹⁹ Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance on Performance Attribution Presentation, 2004, S. 3.

²⁰ Vgl. AIMR (Hrsg.), Global Investment Performance Standards, 1999, S. 2.

2 PERFORMANCE-MESSUNG UND -ANALYSE IM INVESTMENT MANAGEMENT

2.1 Investment Performance als Gegenstand der wissenschaftlichen Forschung

2.1.1 Überblick über die wissenschaftliche Literatur

Grundsätzlich ist die Investment Performance seit den 60er Jahren Gegenstand der akademischen Forschung. Vor dieser Zeit existierte die Performance-Messung im Investment Management in einer rudimentären Form – es wurden mehrheitlich nur geldgewichtete Renditen nach der IRR-Methode²¹ über eine Periode von einem Jahr oder mehr ermittelt. Die Entwicklungen in den 60er Jahren wie die Einführung der zeitgewichteten Performance-Berechnungsmethoden und neue Konzepte in der Portfolio-Theorie (bspw. das Capital Asset Pricing Model [CAPM]) haben der Performance-Wissenschaft einen weiteren Auftrieb verliehen.²²

Seit den späteren 80er Jahren, mit dem Fortschritt in der Informationstechnologie, hat auch die weitgehende Performance-Attributions-Analyse als Objekt der wissenschaftlichen Forschung an Bedeutung gewonnen. Mit der zunehmenden Instabilität der Zinssätze auf dem Markt in den 80er Jahren kamen bspw. im Bereich Vermögensverwaltung der festverzinslichen Portfolios vermehrt handelsorientierte Anlagestrategien, was einen weiteren Anreiz für eine vertiefte Analyse der Performance-Resultate schuf.²³

In den vergangenen Jahren sind zahlreiche wissenschaftliche Beiträge auf dem Gebiet Investment Performance entstanden, welche sich jedoch mehrheitlich auf ein bestimmtes Thema innerhalb dieses Bereiches fokussieren. In den letzten Jahren wurden dann auch Versuche unternommen, das bestehende Gedankengut in diesem Bereich in umfangreichen Büchern zusammenzufassen.

Im Rahmen der Verfassung dieser Arbeit wurde eine Bestandsaufnahme der verfügbaren Quellen in diesem Bereich vorgenommen. Nach Ansicht der Autorin der vorliegenden Arbeit lässt sich die verfügbare Literatur in folgende Kategorien einordnen:

Originalquellen der wissenschaftlichen Forschung

Diese Kategorie umfasst die Originalbeiträge der Wissenschaftler und Praktiker zu einzelnen Themenbereichen der Investment Performance. Hier können solche Werke genannt werden, wie das klassische Buch von P. Dietz „Pension Funds: Measuring Investment Performance“ (1966), die Forschung von W. Sharpe über Einbezug des Anlagerisikos in die Performance-Messung („Mutual Fund Performance“ [1966]) oder bahnbrechende Fachbeiträge von G. Brinson über die Performance Attribution (bspw. „Determinants of Portfolio Performance“ [1986]). Die heute wohl wichtigste Quelle der Forschung in diesem Bereich stellen die Publikationen der Fachspezialisten in „The Journal of Performance Measurement“, welches als die einzige

²¹ Vgl. Kapitel 2.3.1.2 für Erläuterungen zur IRR-Methode.

²² Vgl. Dietz / Kirschman 1990, S. 14-2f.

²³ Vgl. Reilly / Brown 1997, S. 1021.

spezialisierte Zeitschrift im Bereich Investment Performance der Welt von der Firma Spaulding Group (USA) herausgegeben wird.

Standards der Branchenverbände

Die Branchenverbände der Investment Manager leisten einen wesentlichen Beitrag zur Weiterentwicklung des Themas Investment Performance, indem sie die akademische Forschung mit Erfahrungen aus der Praxis in den Standards des Berufsstandes konsolidieren. So sind in den vergangenen Jahren solche Richtlinien entstanden, wie die Standards des Bank Administration Institute (BAI) („Measuring the Investment Performance of Pension Funds“, 1968), die Performance Standards der Investment Counsel Association of America (ICAA) („The Standards of Measurement and Use for Investment Performance Data“, 1971), die Performance Presentation Standards der Association for Investment Management and Research²⁴ (AIMR-PPS, 1994) oder die Swiss Performance Presentation Standards der Schweizerischen Bankiervereinigung (SPPS, 1996).

Zusammenfassende Lehrbücher

Diese Kategorie umfasst zusammenfassende Werke, welche vor allem in den letzten Jahren erschienen mit dem Ziel, die zahlreichen Fachkonzepte, -artikel und -beiträge in einem umfassenden Nachschlagebuch zu kompilieren. Unter den neuesten Erscheinungen hier sind bspw. das Buch von D. Spaulding „Investment Performance Attribution“ (2003), das Buch von C. Bacon „Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution“ (2004) und das Buch von B. Feibel „Investment Performance Measurement“ (2004) zu nennen. In der deutschsprachigen Literatur können bspw. das Buch von B. Fischer „Performanceanalyse in der Praxis“ (2001) und das Buch von C. Wittrock „Messung, Analyse und Präsentation der Performance von Wertpapierportfolios – eine theoretische und empirische Untersuchung“ (2000) genannt werden.

Diejenigen spezifischen Quellen, welche bei der Verfassung dieser Arbeit verwendet wurden, sind im Literaturverzeichnis aufgeführt.

2.1.2 Diskussion über die Definition der Investment Performance

Es bestehen in der Theorie unterschiedliche Definitionen zum Begriff „Investment Performance“. Im Allgemeinen wird unter diesem Begriff ein von einer Anlage über eine bestimmte Zeitperiode erzielter Anlageerfolg (Rendite) verstanden, welcher im Kontext des eingegangenen Anlagerisikos gemessen wird. Die Performance soll somit immer als eine Kombination der Anlagerendite und des Anlagerisikos betrachtet werden.²⁵

²⁴ Association for Investment Management and Research (AIMR) wurde 2004 in das CFA Institute umbenannt.

²⁵ Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance on Performance Attribution Presentation, 2004, S. 2f.

Zimmermann et al. führen bspw. eine engere Definition der Performance ein und verstehen unter Performance „[...] die Abweichung der Rendite auf einer Vermögensanlage von einem zugrunde gelegten Vergleichsportfolio, dem sog. Benchmark“.²⁶ In der Terminologie des EIPC wird diese Definition der Performance als die relative (aktive) bzw. Überschuss-Rendite bezeichnet.²⁷

Die Gesetzgeber haben eher eine technische Definition des Begriffes „Performance“ festgelegt. Zum Beispiel definiert die US-amerikanische Gesetzgebung die Investment Performance einer Kapitalanlagegesellschaft grundsätzlich als die Summe der folgenden Komponenten innerhalb einer Zeitperiode:²⁸

- der Veränderung des Nettovermögenswertes pro Anteil während dieser Periode,
- des Wertes der bis Ende der Periode aufkumulierten Geldausschüttungen pro Anteil und
- des Wertes der innert dieser Zeitperiode anfallenden Kapitalgewinnsteuern pro Anteil.

Ein wichtiger Aspekt der Performance-Messung ist das sogenannte Total-Return-Konzept. Dieses Konzept sieht vor, dass bei der Ermittlung der Performance alle Erfolgskomponenten berücksichtigt werden müssen, und zwar alle realisierten und nicht-realisierten Anlagegewinne bzw. -verluste sowie die Zins- und Dividendeneinnahmen.²⁹ Die Anwendung des Total-Return-Konzepts wird bspw. in den Performance Presentation Standards, wie GIPS oder SPPS, verlangt.

In der akademischen Literatur wurde bisher oft auch zwischen der externen und internen Performance-Messung unterschieden. Bei der *externen* Performance-Messung erfolgt die Leistungsbeurteilung aus Sicht der Investoren, wobei einen Investor vor allem eine um alle Kosten der Vermögensverwaltung bereinigte Netto-Rendite interessiert. Bei der *internen* Performance-Messung erfolgt die Leistungsbeurteilung aus Sicht des Vermögensverwalters selbst, wobei vor allem versucht wird, Rückschlüsse auf getroffene Anlageentscheidungen und deren Auswirkung auf das Anlageergebnis zu finden. Hier interessiert eine sogenannte Brutto-Rendite vor Abzug derjenigen Kosten der Vermögensverwaltung, welche der Investment Manager nicht beeinflussen kann (bspw. die Depotgebühren).³⁰

In der modernen Performance-Theorie wird diese Trennung zwischen den externen und internen Aspekten der Performance-Messung jedoch immer weniger betont. Der Grund liegt darin, dass sich die Vermögensverwaltungskunden immer mehr für die interne Performance-Analyse interessieren, weil diese ihnen eine bessere Leistungsbeurteilung des Investment Managers ermöglicht. Dies trifft vor allem bei institutionellen Kunden zu, welche entweder selbst über das entsprechende technische Wissen verfügen oder dafür externe Berater engagieren.³¹

Diese externe und interne Betrachtung der Performance hilft jedoch die Funktionen der Performance-Messung besser zu verstehen, welche im folgenden Kapitel 2.2 behandelt werden.

²⁶ Zimmermann et al. 1996, S. 4.

²⁷ Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance on Performance Attribution Presentation, 2004, S. 3.

²⁸ Vgl. Investment Advisers Act of 1940, Rule 205-1.

²⁹ Vgl. AIMR (Hrsg.), AIMR-PPS Handbook, 1997, S. 39.

³⁰ Vgl. Bickel 2000, S. 21f.

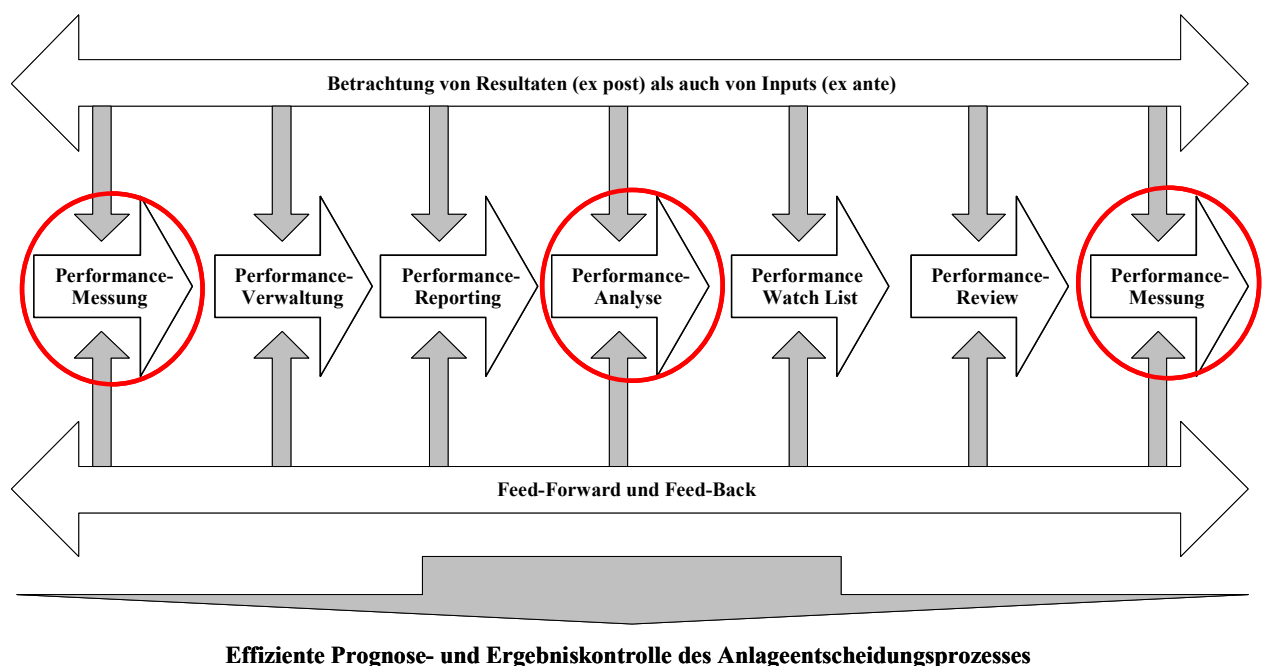
³¹ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

2.2 Rolle der Performance-Messung in der Vermögensverwaltung

Die Performance-Messung und -Analyse ist ein integrierter Bestandteil des Anlageprozesses. In periodischen Abständen wird die Performance der verwalteten Portfolios und der entsprechenden Benchmarks ermittelt und einer kritischen Analyse unterzogen. Mit dieser Analyse können die Ursprünge der Renditen-Unterschiede zwischen dem Portfolio und dem Benchmark eruiert werden. Dadurch kann nachvollzogen werden, auf welche Anlageentscheidungen des Portfolio Managers die aktive Rendite zurückzuführen ist. Aufgrund der Ergebnisse dieser Analyse können Massnahmen definiert werden, bspw. Änderungen in der Anlagepolitik und deren Umsetzung oder eine Neubeurteilung des Anlageziels des verwalteten Portfolios. Die Performance-Messung ist somit von zentraler Bedeutung für das Risiko-Controlling im Portfolio Management und stellt ein Instrument der Steuerung und Optimierung des ganzen Anlageprozesses dar.³²

Die primäre Aufgabe der Performance-Messung ist somit die Beurteilung der Qualität der Anlageentscheidungen im Rahmen des Investment-Prozesses. Diese Einordnung lässt sich mit dem folgenden Diagramm illustrieren, welches zeigt, wie mit der Performance-Messung und -Analyse ein Rückkopplungseffekt zur effizienten Prognose- und Ergebniskontrolle des gesamten Anlageprozesses erzielt wird (vgl. Abbildung 1).

Abb. 1: Einordnung der Performance-Messung und -Analyse in den Anlageprozess



Quelle: Illmer 2003, S. 4.

Die Performance-Messung ist auch bei der Entwicklung der neuen Anlageprodukte unabdingbar. Mit einer rückwirkenden Berechnung der Performance der potentiellen Modell-Anlageportfolios (sog. „Back-Testing“) kann beurteilt werden, ob das Anlageprodukt in der Vergangenheit rentabel gewesen wäre, wenn es existiert hätte. Dadurch können wichtige Erkenntnisse

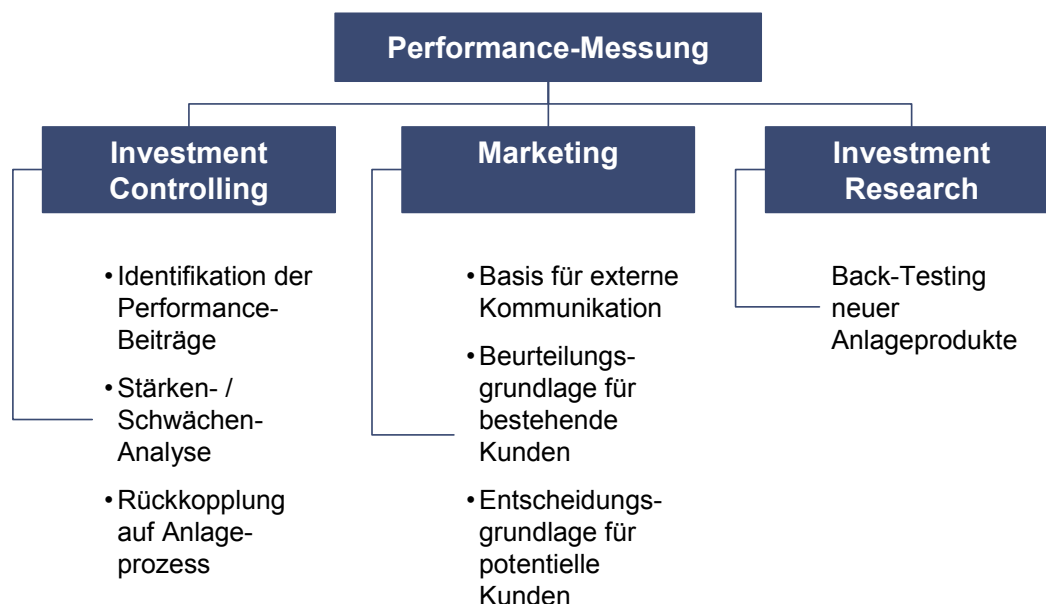
³² Vgl. Bickel 2000, S. 18f.

gewonnen werden, welche bei der Ausgestaltung der zukünftigen Anlagestrategie hilfreich sein können.

Überdies nimmt die Performance-Messung eine wichtige Funktion im Bereich der externen Kommunikation der Ergebnisse der Vermögensverwaltung wahr. Die Performance-Zahlen werden oft in der Werbung verwendet. Bestehende Vermögensverwaltungskunden können auf Basis des Performance-Reportings die Entwicklung von ihrem Vermögen nachvollziehen und die Leistung des Investment Managers besser beurteilen. Für potentielle Kunden stellen die Performance-Zahlen eine Grundlage dar, aufgrund welcher sie die Entscheidung bezüglich der Auswahl des Investment Managers besser treffen können.

Zusammenfassend lassen sich die Funktionen der Performance-Messung mit der folgenden Abbildung 2 darstellen.

Abb. 2: Funktionen der Performance-Messung



Quelle: Kleeberg 2003, S. 4.

2.3 Anerkannte theoretische Ansätze in der Performance-Messung und -Analyse

Wie im Kapitel 2.1 erläutert, basiert die Performance-Messung im Investment Management auf den aktuellen Marktbewertungen der Portfolios unter Berücksichtigung aller realisierten und nicht-realisierten Ertragskomponenten (das Total-Return-Prinzip). Für eine aussagekräftige Performance-Messung wird auch die entsprechende Qualität der zugrunde liegenden Daten vorausgesetzt.

In diesem Kapitel werden die wichtigsten Methoden der Performance-Messung und -Analyse erläutert. Die Zielsetzung dieser Arbeit ist zwar nicht eine detaillierte Analyse der theoretischen Ansätze, sondern eine Untersuchung der praktischen Probleme in der Performance-Messung. Da

praktische Problemstellungen jedoch nicht ohne Verständnis der Theorie analysiert werden können, werden diese theoretischen Ansätze im Sinne einer Übersicht vorgestellt.

2.3.1 Performance-Messung

2.3.1.1 Einfache Rendite

Die einfachste Art der Renditenermittlung ist die prozentuale Veränderung von Anfangs- und Endwert eines Portfolios während einer Zeitperiode. Diese Berechnungsart ist allerdings nur dann korrekt, wenn keine Kapitalveränderungen in der Betrachtungsperiode stattgefunden haben.

Die einfache Rendite für die Periode ohne Kapitalveränderungen kann wie folgt definiert werden:³³

$$r = \frac{MV_E}{MV_B} - 1 \quad (2-1)$$

wobei:

MV_E Marktwert des Anlageportfolios, inkl. Zinsen und Dividenden, per Ende der Berechnungsperiode
 MV_B Marktwert des Anlageportfolios, inkl. Zinsen und Dividenden, per Anfang der Berechnungsperiode.

Die Formel (2-1) kann in eine sog. „Wealth-Ratio“ wie folgt transformiert werden:

$$1 + r = \frac{MV_E}{MV_B} \quad (2-2)$$

Unter der Annahme, dass es keine externen Kapitalmittelflüsse gibt, ist es einfach zu zeigen, dass die Rendite für eine längere Zeitperiode eine Multiplikation der „Wealth-Ratios“ von den Teilperioden ist:

$$\frac{MV_1}{MV_B} \times \frac{MV_2}{MV_1} \times \frac{MV_3}{MV_2} \times \dots \times \frac{MV_{t-1}}{MV_{t-2}} \times \frac{MV_E}{MV_{t-1}} = \frac{MV_E}{MV_B} = 1 + r \quad (2-3)$$

wobei:

MV_t Marktwert des Anlageportfolios, inkl. Zinsen und Dividenden, per Ende der Teilperiode t

Die Formel (2-3) kann alternativ wie folgt dargestellt werden:

$$(1 + r_1) \times (1 + r_2) \times (1 + r_3) \times \dots \times (1 + r_{t-1}) \times (1 + r_t) = (1 + r) \quad (2-4)$$

Dieses Verfahren nennt man die geometrische oder multiplikative Verknüpfung.³⁴

³³ Vgl. AIMR (Hrsg.), AIMR-PPS Handbook, 1997, S. 43.

³⁴ Vgl. Bacon 2004, S. 6.

2.3.1.2 Geldgewichtete (MWR) Rendite

Die im obigen Kapitel demonstrierte Berechnung der einfachen Rendite ist nur dann sinnvoll, wenn keine externen Mittelflüsse (auch externe Cash-Flows genannt) ins bzw. aus dem Portfolio während der Berechnungsperiode stattfinden. Typische Beispiele von solchen externen Mittelflüssen sind Kapitalbezüge und -einzahlungen durch den Investor (Kunden). Falls solche externen Cash-Flows während der Renditeberechnungsperiode stattfinden, verändert sich das für die Investition verfügbare Kapital, was bei der Renditeberechnung berücksichtigt werden muss. In diesem Fall wird die sogenannte geldgewichtete Rendite (in der englischen Terminologie „Money-Weighted Rate of Return“ [MWR] genannt) berechnet.

Bei der MWR-Methode wird die erzielte Rendite mit dem investierten Vermögen gewichtet, d.h. der Zeitpunkt und die Grösse der Geldzu- und -abflüsse hat eine erhebliche Wirkung auf das Anlageergebnis. In der Praxis wird die MWR-Rendite verwendet, wenn der Investment Manager den Zeitpunkt und die Grösse der Kapitalflüsse selbst bestimmt oder wenn eine sog. Kunden-Rendite für den Investor präsentiert werden muss. Es existieren mehrere Methoden zur Ermittlung der geldgewichteten Rendite, welche nachfolgend erläutert werden.

Internal Rate of Return (IRR)

Der beste Repräsentant der MWR-Methode ist der interne Zinssatz (Internal Rate of Return [IRR]). Der IRR ist der konstante Durchschnittszins einer Investition bzw. eines Portfolios, mit welchem das Anfangskapital und jeder Geldfluss vom Zeitpunkt des Auftretens bis zum Ende der Betrachtungsperiode aufgezinster werden, sodass man nach deren Aufsummierung zum Endwert des Portfolios oder der Investition gelangt:³⁵

$$MV_E = MV_B \times (1 + r) + \sum_{t=1}^{t=T} [CF_t \times (1 + r)^{W_t}] \quad (2-5)$$

wobei:

- r Rendite der Betrachtungsperiode T (bspw. Monat)
- MV_B Marktwert des Portfolios zu Beginn der Betrachtungsperiode T
- MV_E Marktwert des Portfolios am Ende der Betrachtungsperiode T
- CF_t Cash-Flows während der Betrachtungsperiode T zum Zeitpunkt t
- W_t Gewichtungsfaktor der einzelnen Cash-Flows zum Zeitpunkt t, welcher wie folgt definiert ist:

$$W_t = \frac{TD - D_t}{TD}$$

wo:

- TD Gesamtanzahl Tage in der Betrachtungsperiode, bspw. Monat
- D_t Anzahl Tage seit Beginn der Betrachtungsperiode, bspw. seit Anfang Monat

Es gilt hier zu bemerken, dass die Cash-Flows in der obigen Methode taggenau gewichtet werden. Die IRR-Methode ist eine geldgewichtete Methode, weil sie impliziert, dass jeder

³⁵ Vgl. Bacon 2004, S. 7f.

investierte Franken dieselbe effektive Rendite erzielt, egal, wann genau er investiert wurde. Die Höhe des Cash-Flows hat dabei eine grosse Auswirkung auf die Rendite. Diese IRR-Methode ist in der angelsächsischen Literatur auch als die Modified-BAI-Methode (nach dem US-amerikanischen Bank Administration Institute) bekannt.³⁶

Die IRR-Rendite kennzeichnet sich jedoch durch folgende grundsätzliche Nachteile:³⁷

- Die Berechnung der IRR-Rendite ist relativ komplex (ein Iterationsverfahren erforderlich). Die notwendige Funktion ist jedoch in vielen Rechnermodellen sowie in Spreadsheet-Applikationen verfügbar.
- Die IRR-Gleichung kann theoretisch mehrere Lösungen für die Rendite haben.
- Die IRR-Berechnung verwendet die Annahme, dass alle Cash-Flows zum IRR-Satz reinvestiert werden.

Eine Vereinfachung der IRR-Methode stellt die sog. einfache oder „Midpoint“-IRR-Methode dar. Wie der Name schon sagt, wird dabei angenommen, dass alle Cash-Flows in der Mitte der Betrachtungsperiode anfallen. Formell lässt sich diese Methode wie folgt darstellen:³⁸

$$MV_E = MV_B \times (1+r) + \sum CF \times (1+r)^{0.5} \quad (2-6)$$

Dietz-Methode

Wie oben beschrieben, unterliegt der IRR-Methode gewissen Einschränkungen, welche die praktische Anwendung dieser Methode erschweren. Als Alternative hat Peter Dietz die folgende Annäherungsmethode zu IRR erarbeitet, welche als die Modified-Dietz-Methode bekannt ist:³⁹

$$r = \frac{MV_E - MV_B - \sum CF_t}{MV_B + \sum (CF_t \times W_t)} \quad (2-7)$$

wobei:

MV_B Marktwert des Portfolios zu Beginn der Betrachtungsperiode

MV_E Marktwert des Portfolios am Ende der Betrachtungsperiode

CF_t Cash-Flows, die während der Betrachtungsperiode anfallen

W_t Gewichtungsfaktor der einzelnen Cash-Flows zum Zeitpunkt t, welcher wie folgt definiert ist:

$$W_t = \frac{TD - D_t}{TD}, \text{ wie in (2-5)}$$

Der Zähler in dieser Formel stellt das absolute Investitionsergebnis des Portfolios dar. Im Nenner wird das durchschnittliche investierte Kapital berechnet, wobei die externen Cash-Flows taggenau berücksichtigt werden.

³⁶ Vgl. AIMR (Hrsg.), AIMR-PPS Handbook 1997, S. 46, bzw. Fischer 2001, S. 38.

³⁷ Vgl. Fischer 2001, S. 38–40.

³⁸ Vgl. Bacon 2004, S. 7f.

³⁹ Vgl. Dietz 1966, zit. nach Bacon 2004, S.10–13.

Es kann mathematisch nachgewiesen werden, dass wenn in der Formel (2-5) zur IRR-Methode die exponentielle Verzinsung durch die lineare Verzinsung ersetzt wird, sich die Formel (2-5) in die Formel (2-7) der Modified-Dietz-Methode transformiert.⁴⁰ Somit lässt sich die nach der Modified-Dietz-Methode ermittelte Rendite als Näherungswert zum internen Zinssatz (IRR) interpretieren.

Eine vereinfachte Version der obigen Methode ist die sogenannte Original-Dietz-Methode, bei welcher die Annahme getroffen wird, dass alle externen Cash-Flows in der Mitte der Berechnungsperiode erfolgen.⁴¹

$$r = \frac{MV_E - MV_B - \sum CF_i}{MV_B + \frac{\sum CF_i}{2}} \quad (2-8)$$

2.3.1.3 Zeitgewichtete (TWR) Rendite

Echte zeitgewichtete Rendite

Die im vorherigen Kapitel demonstrierte Berechnung der geldgewichteten Rendite berücksichtigt die Auswirkung der externen Mittelflüsse auf das während der Berechnungsperiode verfügbare investierte Kapital. Falls die Höhe und der Zeitpunkt dieser externen Mittelflüsse jedoch durch den Investor selbst und nicht durch den Investment Manager gesteuert werden, darf der Investment Manager für die Auswirkung der externen Cash-Flows auf die Portfolio-Rendite nicht verantwortlich gemacht werden, d.h. diese Effekte müssen mittels einer geeigneten Berechnungsmethode neutralisiert werden.

Darin liegt die Grundidee der Berechnung der zeitgewichteten Rendite (in der englischen Terminologie „Time-Weighted Rate of Return“ [TWR] genannt). Dabei ist insbesondere wichtig, dass nur die Rendite berechnet wird, die durch den Investment Manager beeinflusst werden kann und somit in seinem Verantwortungsbereich liegt. In diesem Zusammenhang müssen diejenigen Kapitalzuflüsse und -abflüsse neutralisiert werden, auf die der Investment Manager keinen Einfluss hat.⁴²

Konkret wird bei der zeitgewichteten Methode die Gesamtperiode in Teilperioden zerlegt, deren Länge und Anzahl von den auftretenden Kapitalzuflüssen und -abflüssen bestimmt werden. Die Gesamrendite ergibt sich dann über die multiplikative Verknüpfung der Subperioden-Renditen.⁴³

⁴⁰ Vgl. Fischer 2001, S. 44f.

⁴¹ Vgl. Bacon 2004, S. 10.

⁴² Vgl. Wittrock 2000, S. 958.

⁴³ Vgl. Bacon 2004, S. 13.

$$\frac{MV_1 - CF_1}{MV_B} \times \frac{MV_2 - CF_2}{MV_1} \times \dots \times \frac{MV_{t-1} - CF_{t-1}}{MV_{t-2}} \times \frac{MV_E - CF_t}{MV_{t-1}} = 1 + r \quad (2-9)$$

wobei:

MV_t Marktwert des Anlageportfolios, inkl. externen Cash-Flows, per Ende der Teilperiode t.

CF_t externer Cash-Flow in der Teilperiode t

Oder alternativ:

$$r = \prod_{t=1}^T (1 + r_t) - 1 \quad (2-10)$$

wobei:

r_t Rendite der Teilperiode t

r kumulierte zeitgewichtete Rendite über alle t-Perioden

Die durch externe Kapitalflüsse verursachten Effekte auf die Rendite werden bei diesem Verfahren im Gegensatz zu den geldgewichteten Methoden eliminiert (für einen Vergleich der zeitgewichteten und geldgewichteten Methoden vgl. Kapitel 2.3.1.5).

„Unit Price“-Methode

Die „Unit Price“-Methode stellt eine Alternativvariante der „echten“ zeitgewichteten Methode dar. Sie wird in der Praxis vor allem bei der Performance-Berechnung der Anlagefonds verwendet. Statt mit Gesamtportfoliowerten und externen Cash-Flows zu rechnen, verwendet diese Methode den sog. Netto-Portfoliowert pro Anteil (in der englischen Terminologie „Net Asset Value per Unit“) als Berechnungsgrundlage. Wenn externe Cash-Flows stattfinden (bspw. wenn der Investor Anteile eines Anlagefonds kauft bzw. verkauft), wird die Anzahl der Anteile im Portfolio dementsprechend angepasst, sodass der neu berechnete Wert pro Anteil die Auswirkung der Cash-Flows bereits berücksichtigt. Die zeitgewichtete Rendite kann dann analog der einfachen Rendite mit den Portfolio-Werten pro Anteil per Ende und Beginn der Berechnungsperiode ermittelt werden:⁴⁴

$$\frac{NAV_1}{NAV_B} \times \frac{NAV_2}{NAV_1} \times \frac{NAV_3}{NAV_2} \times \dots \times \frac{NAV_{t-1}}{NAV_{t-2}} \times \frac{NAV_E}{NAV_{t-1}} = \frac{NAV_E}{NAV_B} = 1 + r \quad (2-11)$$

wobei:

NAV_t Marktwert des Anlageportfolios pro Anteil per Ende der Teilperiode t

In der Tabelle 1 wird diese Methode anhand eines Beispiels veranschaulicht.

⁴⁴ Vgl. Bacon 2004, S. 15f.

Tab. 1: Vergleich der „Unit Price“- und der „echten“ TWR-Methode

Datum	Gesamtportfoliowert, in CHF	Cash-Flow, in CHF	Anzahl Anteile	Portfoliowert pro Anteil, in CHF	Rendite, berechnet mit Portfoliowerten pro Anteil	Rendite, berechnet mit Gesamtportfoliowert und Cash-Flows
01.01.2004	10'000		1'000	10.00		
10.01.2004	11'000		1'000	11.00		10,00%
11.01.2004		1'000				
31.01.2004	12'500		1'091	11.46		4,17%
Januar 2004:					14,58%	14,58%

Quelle: eigene Darstellung.

In diesem Beispiel beginnt die Betrachtungsperiode am 1.1.2004 mit einem Gesamtportfoliowert von CHF 10'000 und 1'000 Anteilen mit dem Wert von CHF 10 pro Anteil. Am 10.1.2004 findet ein Kapitalzufluss von CHF 1'000 ins Portfolio statt. Dafür werden 91 zusätzliche Anteile zum Preis von CHF 11 herausgegeben:

$$\text{CHF } 1'000 \div \left(\frac{\text{CHF } 11'000}{1'000 \text{ Anteile}} \right) = \frac{\text{CHF } 1'000}{\text{CHF } 11} = 91 \text{ Anteile}$$

Per 31.1.2004 hat das Portfolio den Gesamtwert von CHF 12'500. Mit der neuen Anzahl der Anteile ergibt sich per 31.1.2004 der Portfoliowert pro Anteil von $\text{CHF } 12'500 / 1'091 = \text{CHF } 11.46$.

Rendite vom 1.1.2004 bis 31.1.2004 nach der „Unit Price“-Methode:

$$\frac{11.46}{10.00} - 1 = 14,58\%$$

Rendite vom 1.1.04 bis 31.1.2004 nach der „echten“ TWR-Methode:

$$\frac{11'000}{10'000} \times \frac{12'500}{11'000 + 1'000} - 1 = 14,58\%$$

Die nach den beiden Methoden berechneten Renditen sind somit identisch.

2.3.1.4 Annäherungsverfahren zur TWR-Rendite

Für die Berechnung einer „echten“ TWR-Rendite ist die Bewertung des Portfolios per Tag jedes externen Cash-Flows erforderlich. Falls dies nicht möglich ist, existieren Annäherungsmethoden, mit welchen sich die zeitgewichtete Methode approximieren lässt (die nachfolgenden Ausführungen sind in Anlehnung an Bacon⁴⁵).

⁴⁵ Vgl. Bacon 2004, S. 18–21.

Regressionsmethode

Falls ein Anlageportfolio einen Benchmark in Form eines Marktindex hat, kann für die Zeitperiode der fehlenden Portfolio-Bewertung die Rendite dieses Indexes als Näherungswert für die Portfolio-Rendite verwendet werden. Dabei wird der möglicherweise vom Benchmark abweichenden Anlagestrategie des Portfolios durch die Anpassung der Benchmark-Rendite mit dem Portfolio-Beta Rechnung getragen. Dies kann mit der folgenden Formel dargestellt werden (vereinfachter Fall mit nur einem Cash-Flow):

$$\frac{MV_{CF}}{MV_B} \times \frac{MV_E}{MV_{CF} + CF_1} = 1 + r_P \quad (2-12)$$

wo:

$$MV_{CF} = MV_B \times (1 + r_I) \times \beta_P$$

wobei:

CF_1 externer Cash-Flow

MV_B Marktwert des Portfolios per Beginn der Berechnungsperiode

MV_{CF} geschätzter Marktwert des Portfolios per Tag vor dem externen Cash-Flow CF_1

MV_E Marktwert des Portfolios per Ende der Berechnungsperiode

r_P Rendite des Portfolios für die Berechnungsperiode

r_I Rendite des Benchmarks (Marktindex) für die Teilperiode bis zum Tag des externen Cash-Flows CF_1

β_P Portfolio-Beta als das Mass des systematischen Risikos des Portfolios (Sensitivität der Portfolio-Rendite gegenüber der Benchmark-Rendite)

Mit dieser Methode wird der Portfoliowert am Tag unmittelbar vor dem externen Cash-Flow mit Hilfe der Rendite des Portfolio-Benchmarks ermittelt. Die Portfolio-Rendite wird aber nur dann perfekt mit der Benchmark-Rendite übereinstimmen, wenn das Portfolio völlig identisch mit dem Marktindex investiert ist. Da dies in der Realität nicht immer der Fall ist, wird das Beta als Anpassungskoeffizient verwendet, um die Korrelation der Portfolio-Rendite und der Benchmark-Rendite zu reflektieren.

Der wesentliche Nachteil dieser Methode ist somit die Notwendigkeit, das Portfolio-Beta zum beliebigen Zeitpunkt ermitteln zu können, bevor die Performance-Berechnung überhaupt ausgeführt wird. Falls das Beta nicht zuverlässig ermittelt werden kann, bleibt diese Methode nur eine grobe Schätzung.

SIA-Methode

Diese Methode wurde von der britischen Society of Investment Analysts (SIA, 1972) erarbeitet. Es wurde nämlich nachgewiesen, dass der Quotient aus der geldgewichteten Rendite eines Anlageportfolios und der geldgewichteten Rendite eines virtuellen Portfolios, welches in seinen Benchmark investiert ist, annähernd gleich der auf Basis der zeitgewichteten Renditen berechneten Verhältniszahl dieser Portfolios ist. Oder mathematisch:

$$\frac{(1 + MWR_P)}{(1 + MWR_B)} \cong \frac{(1 + TWR_P)}{(1 + TWR_B)} \quad (2-13)$$

wobei:

MWR_P geldgewichtete Rendite des zu messenden Portfolios

MWR_B geldgewichtete Rendite des virtuellen, in den Benchmark angelegten Portfolios

TWR_P zeitgewichtete Rendite des zu messenden Portfolios

TWR_B zeitgewichtete Rendite des virtuellen, in den Benchmark angelegten Portfolios.

Wenn die geldgewichteten Renditen durch die Formel (2-7) substituiert werden, ergibt sich nach einer kleinen Transformation:

$$\frac{(1 + TWR_P)}{(1 + TWR_B)} \cong \frac{MV_{P,E} - \left(\sum CF_t - \sum (CF_t \times W_t) \right)}{MV_{B,E} - \left(\sum CF_t - \sum (CF_t \times W_t) \right)} \quad (2-14)$$

und nach einer weiteren Transformation:

$$TWR_P \cong \frac{MV_{P,E} - \left(\sum CF_t - \sum (CF_t \times W_t) \right)}{MV_{B,E} - \left(\sum CF_t - \sum (CF_t \times W_t) \right)} \times (1 + TWR_B) - 1 \quad (2-15)$$

wobei:

$MV_{P,E}$ Marktwert des zu messenden Portfolios per Ende der Betrachtungsperiode

$MV_{B,E}$ Marktwert des virtuellen Benchmark-Portfolios per Ende der Betrachtungsperiode

$\sum CF_t$ Summe aller externen Cash-Flows in der Betrachtungsperiode

$\sum (CF_t \times W_t)$ Summe aller externen Cash-Flows in der Betrachtungsperiode, tagesgewichtet (wie in der Formel [2-7]).

Nach dieser Methode kann die zeitgewichtete Rendite des Portfolios mit Hilfe der zeitgewichteten Rendite des Benchmark-Portfolios (effektiv ist gleich der Rendite des Benchmark-Marktindex) ermittelt werden, ohne eine Zwischenportfoliobewertung per Tag des externen Cash-Flows durchführen zu müssen. Die Renditen der meisten publizierten Benchmark-Indizes sind immer zeitgewichtet und somit für diese Zwecke anwendbar. Die übrigen benötigten Daten (Portfoliobewertungen per Ende der Berechnungsperiode und die externen Cash-Flows) sind gleich wie auch für die Berechnung einer geldgewichteten Rendite notwendig.

Der Nachteil dieser Methode liegt darin, dass die Annahme getroffen wird, dass der definierte Benchmark für das zu messende Portfolio zweckmässig ist. Falls diese Annahme nicht absolut korrekt ist, wird die Genauigkeit der Annäherung der Rendite beeinträchtigt.

2.3.1.5 MWR-Rendite vs. TWR-Rendite

Die Diskussion bezüglich der Anwendbarkeit der geldgewichteten und der zeitgewichteten Renditen entwickelt sich primär um das Konzept der „Kunden-Rendite“ und der „Manager-Rendite“.

Wie bereits demonstriert wurde, spielen bei der Berechnung der MWR-Rendite die Höhe und der Zeitpunkt der externen Cash-Flows eine wichtige Rolle. Damit wird deutlich, dass die Rendite in starkem Masse von dem gewählten Zeitpunkt der Investition bzw. Desinvestition abhängt. Wenn die Entscheide, wann und in welchem Umfang das Portfolio aufzustocken oder zu reduzieren ist, durch den Vermögensverwaltungskunden getroffen werden, sollte eine geldgewichtete MWR-Rendite zwecks Rapportierung an den Kunden gemessen werden. Bei dieser „Kunden-Rendite“ ist es das Ziel, das effektive, dem Kunden verfügbare Ergebnis der Vermögensverwaltung zu ermitteln. Dabei wird die Rendite auch nach Abzug aller Kosten der Vermögensverwaltung präsentiert – eine sogenannte Netto-Rendite. Die Anwendung der MWR-Methode berücksichtigt die Auswirkung der exogenen Mittelflüsse, welche durch den Kunden gesteuert werden.

Bei einer „Manager-Rendite“ ist es das Ziel, die Leistung des Portfolio Managers zu demonstrieren. In diesem Fall ist die MWR-Methode als Beurteilungskriterium der Leistung des Portfolio Managers aber ungeeignet.⁴⁶ Darum wird die „Manager-Rendite“ mittels der zeitgewichteten TWR-Methode berechnet, wobei die Rendite auch vor Abzug der Kosten präsentiert wird, welche nicht direkt vom Portfolio Manager beeinflusst werden (bspw. vor Abzug der Vermögensverwaltungsgebühren) – eine sogenannte Brutto-Rendite. Die Anwendung der TWR-Methode neutralisiert somit die Auswirkung der exogenen Mittelflüsse, welche bei traditionellen Anlageportfolios üblicherweise durch den Kunden und nicht durch den Portfolio Manager gesteuert werden.

Zusammenfassend gilt also die folgende grundsätzliche Regel (vgl. Tabelle 2).

Tab. 2: „Manager-Rendite“ vs. „Kunden-Rendite“: Methodologische Unterschiede

	„Manager-Rendite“	„Kunden-Rendite“
Berechnungsmethode:	Zeitgewichtete Methode (TWR)	Geldgewichtete Methode (MWR)
Behandlung der Gebühren:	Brutto (vor Abzug der Kosten ausserhalb des Einflussbereiches des Managers)	Netto (nach Abzug aller Kosten der Vermögensverwaltung)

Quelle: eigene Darstellung.

Der Unterschied zwischen der „Manager“(TWR)-Rendite und der „Kunden“(MWR)-Rendite wird in Tabelle 3 illustriert (der Einfachheit halber wird die Auswirkung der Vermögensverwaltungsgebühren auf die Rendite ausser Acht gelassen). In diesem Beispiel wird das Portfolio am 1.1.2004 mit CHF 100 angelegt; am 20.1.2004 zahlt der Investor noch zusätzliche CHF 100 ins Portfolio ein, und per 31.1.2004 hat das Portfolio einen Marktwert von CHF 200. Absolut gesehen hat der Investor weder einen Gewinn noch Verlust gemacht (Gesamtinvestition war CHF 200, und der Marktwert des Portfolios per Ende der Periode belief sich auf dieselben CHF 200). Dies wird in der nach der Modified-Dietz-Methode berechneten MWR-Rendite (0%) bestens reflektiert. Die zeitgewichtete TWR-Rendite für den Monat beträgt jedoch ganze +20%. Der Grund dafür liegt in der Tatsache, dass in der ersten Teilperiode 1.1.04–19.1.04 das Portfolio eine grosse positive Rendite von 50% abwarf. In der zweiten Teilperiode 20.1.04–31.1.04 war die Performance jedoch nicht mehr gut (–20%). Der Investor

⁴⁶ Vgl. BAI (Hrsg.) 1968, S. 4.

gab jedoch unglücklicherweise ausgerechnet am 20.1.2004, wo die Baisse-Phase begonnen hat, dem Investment Manager noch mehr Kapital – und wurde dafür dadurch „bestraft“, dass die negative Teilperiodenrendite von (–20%) wegen dem höheren investierten Kapital bei der Ermittlung der MWR-Rendite schwerer ins Gewicht fiel.

Für die TWR-Methode haben alle Teilzeitperioden ein gleiches Gewicht und sind vom effektiv investierten Kapital unabhängig. Darum konnte der Investment Manager über die Gesamtperiode doch eine positive Rendite von +20% ausweisen, weil die während der ersten Teilperiode generierte Rendite von +50% die während der zweiten Teilperiode generierte negative Rendite von (–20%) bei weitem übertraf.

Tab. 3: Fallbeispiel TWR-Rendite vs. MWR-Rendite

Datum	Portfoliowert (in CHF)	Cash-Flow (in CHF)	TWR-Rendite	MWR-Rendite
01.01.2004	100			
19.01.2004	150		50,0%	
20.01.2004		100		
31.01.2004	200		–20,0%	
Januar 2004:			20,0%	0,0%
TWR-Rendite: $\frac{150}{100} \times \frac{200}{150 + 100} - 1 = 20\%$				
MWR-Rendite: $\frac{200 - 100 - 100}{100 + 150 \times \frac{30 - 10}{30}} = 0\%$				

Quelle: eigene Darstellung.

Es gilt jedoch zu bemerken, dass, falls der Investment Manager die Höhe und den Zeitpunkt der Mittelflüsse selbst bestimmt, auch die „Manager-Rendite“ aus den gleichen Überlegungen mittels der geldgewichteten MWR-Methode berechnet werden muss. Dies kann bspw. bei Private Equity Portfolios der Fall sein. Die Performance Presentation Standards verlangen aus diesem Grunde für Private Equity Portfolios die Berechnung und Präsentation einer annualisierten IRR-Rendite, weil die Private Equity Investment Manager üblicherweise den Zeitpunkt der externen Cash-Flows kontrollieren. In einem geschlossenen Private-Equity-Fonds hat der Investment Manager eine absolute Vollmacht bzgl. der Entscheidung über Kapitalbezüge und Ausschüttungen an Investoren. Das „Cash Flow Timing“ ist ein integrierter Bestandteil des Anlageentscheidungsprozesses, weshalb diesem Aspekt bei der Performance-Berechnung Rechnung getragen werden muss.⁴⁷

Während eine klare Einigkeit über die Anwendbarkeit der geld- und zeitgewichteten Renditen herrscht, besteht eine gewisse Meinungsverschiedenheit bezüglich der Frage, welche Methode

⁴⁷ Vgl. IPC (Hrsg.), GIPS Private Equity Provisions, 2003, S. 7.

als geldgewichtet und welche als zeitgewichtet gilt. Einige Experten sind bspw. der Meinung, dass die Modified-Dietz-Methode eine Annäherungsmethode an die zeitgewichtete Methode darstellt.⁴⁸ Andere Experten vertreten jedoch eine klare Ansicht, dass die Modified-Dietz-Methode eine Annäherungsmethode an die IRR-Methode, d.h. eine geldgewichtete Methode, ist.⁴⁹ Diese Meinung wird auch durch triftige mathematische Berechnungen belegt.⁵⁰ Gemäss der überwiegenden Meinung der im Rahmen dieser Arbeit interviewten Experten sollte die Modified-Dietz-Methode als eine geldgewichtete Methode klassifiziert werden. Eine MWR-Methode kann jedoch in der Praxis oft mit einer TWR-Methode kombiniert werden, was zu einem Hybridverfahren führt (vgl. das nachfolgende Kapitel).

2.3.1.6 Hybridmethoden

In der Praxis wird oft nicht einfach konsistent entweder eine geldgewichtete oder eine zeitgewichtete Methode der Renditeberechnung verwendet, sondern eine Kombination der beiden Methoden. Zum Beispiel wird die Rendite auf Monatsbasis mit einer MWR-Methode (wie die Modified-Dietz- oder die IRR-Methode) berechnet, weil dies einfacher als bei der TWR-Methode sein kann. Diese monatlichen MWR-Renditen werden dann in eine Quartals-, Jahres- oder Multiperiodenrendite gemäss dem zeitgewichteten Verfahren multiplikativ verknüpft. In einigen Quellen wird diese Praxis als eine Annäherungsmethode an die TWR-Rendite bezeichnet. In der Tat ist dies eine hybride Kombination der monatlichen MWR-Renditen mit der TWR-Methode.⁵¹

Die Hybridmethoden sind auch von den Performance Presentation Standards anerkannt. Sie werden als eine vorübergehende Kompromisslösung betrachtet, bis die angestrebte „echte“ zeitgewichtete Performance-Berechnungsmethode in der Zukunft verlangt wird. So erlauben die SPPS gegenwärtig die Berechnung der Renditen bspw. mit der Modified-Dietz-Methode auf Monatsbasis mit der obligatorischen anschliessenden geometrischen Verknüpfung in eine Jahresrendite gemäss der TWR-Methode.⁵²

2.3.1.7 Diskrete und stetige Rendite

In den vorherigen Kapiteln wurden unterschiedliche Renditearten vom Standpunkt der Behandlung der externen Mittelflüsse her vorgestellt. Die Unterscheidung zwischen den diskreten und stetigen Renditen basiert nunmehr nicht auf der differenzierten Behandlung der Cash-Flows, sondern auf der unterschiedlichen Annahme bezüglich der Häufigkeit der Renditeauszahlung (Aufzinsung).

⁴⁸ Vgl. Spaulding, *Is the Modified Dietz Formula Money-Weighted or Time-Weighted*, 2003, S. 37–41.

⁴⁹ Vgl. Bacon 2004, S. 22.

⁵⁰ Vgl. Solnik 2002, S. 2–5.

⁵¹ Vgl. Bacon 2004, S. 21f.

⁵² Vgl. IPC (Hrsg.), *GIPS Guidance Statement on Calculation Methodology*, 2004, S. 4.

Unter der diskreten Rendite versteht man die konventionelle Rendite über eine Zeitperiode, wo der Renditeertrag am Ende dieser Zeitperiode ausbezahlt wird, und welche nach der bereits erläuterten Formel (2-1) berechnet wird.

Die stetige bzw. logarithmierte Rendite (in der englischen Terminologie „continuously compounded return“ genannt) basiert hingegen auf der Annahme, dass der Renditeertrag kontinuierlich in infinitesimalen Zeitabständen ausbezahlt und wieder reinvestiert wird (kontinuierliche Aufzinsung). Die stetige Rendite kann aus der diskreten Rendite wie folgt berechnet werden:⁵³

$$r_{stet} = \ln(1 + r_{disk}) \quad (2-16)$$

wobei:

r_{stet} stetige Rendite der Betrachtungsperiode
 r_{disk} diskrete Rendite der Betrachtungsperiode

Aufgrund der Additivität der logarithmierten Kennzahlen kann der Zusammenhang der stetigen und diskreten Renditen wie folgt dargestellt werden:⁵⁴

$$r_{disk,T} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{disk,t}) - 1 = e^{\sum_{t=1}^T r_{stet,t}} - 1 \quad (2-17)$$

wobei:

$r_{disk,T}$ diskrete Rendite der Gesamtperiode T
 $r_{disk,t}$ diskrete Rendite der Teilperiode t in der Gesamtperiode T
 $r_{stet,t}$ stetige Rendite der Teilperiode t in der Gesamtperiode T, berechnet nach der Formel (2-16)

Bei Performance-Analysen wird oft mit stetigen Renditen gearbeitet, weil sie folgende nützliche Merkmale aufweisen, welche die konventionelle diskrete Rendite nicht hat:

- die stetige Rendite ist additiv,
- die stetige Rendite erfüllt die formellen Kriterien der Normalverteilung,
- die stetige Rendite ist nicht systematisch zugunsten des positiven Bereiches verzerrt.

Aufgrund dieser Merkmale können stetige Renditen bspw. bei der Berechnung der Risikomasse angewendet werden, welche auf den Kriterien der Normalverteilung beruhen, wie bspw. die annualisierte Volatilität oder der Value-at-Risk.⁵⁵

2.3.1.8 Risikoadjustierte Rendite

Die Schwierigkeit der Performance-Messung besteht darin, dass nicht nur die Leistung des Investment Managers die Rendite beeinflusst. Auf die Performance wirken sich auch vielmehr externe Faktoren aus, wie die allgemeine Entwicklung der Kapitalmärkte und das Risiko der

⁵³ Vgl. Bacon 2004, S. 28f.

⁵⁴ Eigene Darstellung.

⁵⁵ Vgl. Fischer 2001, S. 240.

einzelnen Anlageinstrumente. Folglich gibt die Rendite allein nur das absolute Ergebnis wieder, und eine unmittelbare Beurteilung des Investment Managers anhand nur der Rendite ist nicht möglich. Darum muss die erzielte Rendite eines Portfolios im Verhältnis zum eingegangenen Risiko gesetzt sowie mit einer Referenzgrösse (Benchmark) verglichen werden.⁵⁶

Im Kontext des Investment Managements wird das Risiko grundsätzlich verstanden als die Ungewissheit, dass die ex ante definierten Anlageziele nicht erreicht werden.⁵⁷ Bei Annahme normalverteilter Renditen lässt sich das einer Renditegrösse inhärente Risiko mittels der Standardabweichung (bzw. der Varianz) der erwarteten oder effektiv realisierten Renditen ausdrücken.⁵⁸ Dieses Risikomass wird als Volatilität (auch Variabilität) bezeichnet und stellt das Gesamtrisiko eines Anlageportfolios dar.

Das Gesamtrisiko kann in *systematisches* und *unsystematisches* Risiko unterteilt werden. Als systematische Risiken werden dabei jene Risiken aufgefasst, die nicht nur einzelne Titel, sondern die Gesamtheit aller vergleichbaren Titel (bspw. einen Marktindex) betreffen. Ein häufig verwendetes Mass des systematischen Risikos eines Portfolios im Vergleich zum Marktindex (Benchmark) ist das Beta. Das Portfolio-Beta misst die Sensitivität der Portfolio-Rendite gegenüber der Entwicklung des Marktes. Unsystematische Risiken werden hingegen durch mögliche Ereignisse hervorgerufen, die zwar bei allen Titeln im Anlageuniversum eintreffen können, betreffen jedoch in der Regel nur einen oder wenige Titel (bspw. die für eine bestimmte Aktie spezifische Risiken).⁵⁹ Unsystematische Risiken können mittels einer entsprechenden Diversifikation der Anlagen eliminiert werden.

Wird der Erfolg einer Anlage mit der Wertentwicklung eines Benchmarks verglichen, wird die Leistung des Investment Managers mittels der „relativen“ Performance gegenüber dem Benchmark beurteilt. Zur Messung des Risikos im Kontext der „relativen“ Rendite wird der sog. Tracking Error verwendet, welcher als die Standardabweichung der aktiven Überschussrendite (Differenz zwischen der Portfolio-Rendite und der Benchmark-Rendite) berechnet wird. Der Tracking Error ist die analoge Grösse zur Volatilität.⁶⁰

Aus den obigen Überlegungen hat die Performance-Wissenschaft Kennzahlen entwickelt, welche den beiden Aspekten – der Rendite und dem Risiko – Rechnung tragen. Diese Kennzahlen (auch „risikoadjustierte Renditen“ genannt) basieren auf dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und haben grundsätzlich eine Überschussrendite als Basis, welche sich als die Differenz zwischen der Portfolio-Rendite und einer Benchmark-Rendite berechnet. Als Benchmark kann sowohl ein Markt-Index als auch ein risikoloser Zinssatz verwendet werden. Diese Überschussrendite wird dann um das Anlagerisiko angepasst („adjustiert“), indem sie im Verhältnis zu einem Risikomass gesetzt wird. Ein Schwachpunkt der risikoadjustierten Performance-Masse ist es, dass sie ein lineares Verhältnis zwischen der Rendite und dem Risiko implizieren, was in der Realität nicht der Fall ist.⁶¹

⁵⁶ Vgl. Bickel 2000, S. 4.

⁵⁷ Vgl. Bacon 2004, S. 53, bzw. Fischer 2001, S. 231.

⁵⁸ Vgl. Volkart 2003, S. 193.

⁵⁹ Vgl. Fischer 2001, S. 232 und 261f.

⁶⁰ Vgl. Fischer 2001, S. 257.

⁶¹ Vgl. Dietz / Kirschman 1990, S. 14–21.

Es können folgende wichtige risikoadjustierte Renditearten genannt werden.

Sharpe-Ratio

Die Sharpe-Ratio eines Anlageportfolios ist der Quotient aus der Überschussrendite (relativ zur risikolosen Rendite) und dem Gesamtrisiko des Portfolios:⁶²

$$SR = \frac{r_P - r_f}{\sigma_P} \quad (2-18)$$

wobei:

r_P annualisierte (durchschnittliche) Rendite des Portfolios

r_f annualisierte (durchschnittliche) Rendite der risikolosen Anlage (risikofreier Zinssatz)

σ_P Gesamtrisiko des Portfolios, gemessen mittels der Standardabweichung der historischen Portfolio-Renditen

Die Sharpe-Ratio kann als die Rendite pro Einheit des eingegangenen Gesamtrisikos interpretiert werden und kann somit als Vergleichsgrösse bei Anlagen in ein Portfolio, wo das unsystematische Risiko nicht vollständig wegdiversifiziert wurde, verwendet werden.

Treynor-Ratio

Die Treynor-Ratio eines Anlageportfolios wird analog zur Sharpe-Ratio gebildet, mit dem Unterschied, dass die Relativierung der erzielten Überschussrendite nicht mit dem Gesamtrisiko des Portfolios erfolgt, sondern mit dem Portfolio-Beta:⁶³

$$TR = \frac{r_P - r_f}{\beta_P} \quad (2-19)$$

wobei:

r_P annualisierte (durchschnittliche) Rendite des Portfolios

r_f annualisierte (durchschnittliche) Rendite der risikolosen Anlage (risikofreier Zinssatz)

β_P das systematische Risiko des Portfolios, gemessen mittels dem Beta: $\beta = \rho_{P,B} \times \frac{\sigma_P}{\sigma_B}$, wobei:

$\rho_{P,B}$ – Korrelationskoeffizient zwischen dem Portfolio und dem Benchmark

σ_P – Gesamtrisiko des Portfolios

σ_B – Gesamtrisiko des Benchmarks

Da das Beta das systematische, nicht diversifizierbare Risiko reflektiert, sollte die Treynor-Ratio für die Analyse dann verwendet werden, wenn das in Betracht stehende Portfolio Bestandteil eines grösseren, ausreichend diversifizierten Portfolios ist, sodass das unsystematische Risiko vernachlässigt werden kann. Falls das zu analysierende Portfolio perfekt diversifiziert ist und

⁶² Vgl. Fischer 2001, S. 271.

⁶³ Vgl. Fischer 2001, S. 273f.

kein spezifisches (unsystematisches) Risiko hat, sollte die Treynor-Ratio das gleiche Resultat wie die Sharpe-Ratio produzieren.

Information-Ratio

Die Information-Ratio eines Anlageportfolios ist der Quotient aus der Überschussrendite (relativ zur Benchmark-Rendite) und dem Tracking Error des Portfolios:⁶⁴

$$IR = \frac{r_P - r_B}{TE} \quad (2-20)$$

wobei:

r_P annualisierte (durchschnittliche) Rendite des Portfolios

r_B annualisierte (durchschnittliche) Rendite des Benchmarks

TE Tracking Error als Abweichungsrisiko des Portfolios, gemessen mittels der Standardabweichung der historischen Überschussrenditen (Differenzrendite Portfolio vs. Benchmark).

Die Information-Ratio kann als die erzielte aktive Rendite pro Einheit des Abweichungsrisikos interpretiert werden und kann somit als Vergleichsgrösse bei Anlagen in Portfolios, welche sich an einem Benchmark orientieren, eingesetzt werden. Da die Information-Ratio die Benchmark-Rendite als Vergleichsgrösse verwendet, sind für die Qualität dieser Kennzahl die gleichen Bewertungsquellen und Renditeberechnungsmethoden des Portfolios und des Benchmarks unerlässlich.

Mathematisch gesehen, ist die Information-Ratio nur eine Variante der Sharpe-Ratio, weil sie auf dem gleichen „Mean-Variance“-Konzept beruht und versucht, die zwei wichtigsten Parameter einer Renditeverteilung – den Mittelwert und die Varianz – zusammenzubringen.⁶⁵

Sortino-Ratio

Die bisher betrachteten risikoadjustierten Kennzahlen berücksichtigen das Anlagerisiko als die Variabilität der Renditen, wobei sie sowohl positiv als auch negativ gegenüber dem Mittelwert sein kann. In den letzten Jahren wird jedoch immer mehr darüber diskutiert, dass das wahre Risiko für die Investoren mehr in der negativen Seite der Variabilität (unterdurchschnittliche Performance) liegt als in einer überdurchschnittlichen Performance. Aus diesen Überlegungen wurden Performancemasse entwickelt, welche nur das Risiko einer unterdurchschnittlichen Rendite (das sog. „Downside Risk“) berücksichtigen. Eines davon ist die Sortino-Ratio, welche der Quotient aus der Überschussrendite (relativ zu einer vordefinierten Zielrendite) und dem Risiko des Nicht-Erreichens dieser Zielrendite ist.⁶⁶

⁶⁴ Vgl. Fischer 2001, S. 283f.

⁶⁵ Vgl. Sharpe 1994, S. 1f.

⁶⁶ Vgl. Bacon 2004, S. 75f.

$$SOR = \frac{r_P - r_T}{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \min[(r_{P,i} - r_T), 0]^2}} \quad (2-21)$$

wobei:

- r_P effektiv erzielte durchschnittliche Rendite des Portfolios
 r_T vordefinierte Zielrendite des Portfolios
 n Anzahl Perioden

Das Risiko des Nicht-Erreichens der Zielrendite wird dabei mittels der Semi-Standardabweichung gegenüber der Zielrendite gemessen.

Es existieren auch weitere ähnliche risikoadjustierte Performancemasse, welche das Risiko einer unterdurchschnittlichen Rendite berücksichtigen, wie bspw. das Kappa und das Omega⁶⁷, welche in dieser Arbeit jedoch nicht detailliert behandelt werden.

Die Sharpe-, Treynor- und Information-Ratios haben den Nachteil, dass sie auch negative Werte produzieren können, wenn die Differenzrendite im Zähler der Formel negativ ausfällt. Da diese Kennzahlen auf dem CAPM-Konzept basieren, ist die Interpretation der negativen Werte schwierig, weil das CAPM eine positive Überschussrendite über dem risikofreien Zinssatz impliziert. Im Falle von negativen Sharpe-Ratios existieren bspw. unterschiedliche Meinungen, ob bei einer negativen Überschussrendite eine tiefere Volatilität wirklich besser ist.⁶⁸

Jensen-Alpha

Das Jensen-Alpha ist die Differenz zwischen der tatsächlichen Portfolio-Rendite und der gemäss dem CAPM erwarteten Rendite eines theoretischen Portfolios mit dem gleichen systematischen Risiko (Beta) wie das tatsächliche Portfolio. Mit dem Alpha wird oft die Fähigkeit des Portfolio Managers bezeichnet, den Mehrwert in der Vermögensverwaltung zu generieren.⁶⁹

$$\alpha = r_P - r_f - \beta_P \times (r_B - r_f) \quad (2-22)$$

wobei:

- r_P durchschnittliche Rendite des Portfolios
 r_B durchschnittliche Rendite des Benchmarks
 r_f durchschnittliche Rendite der risikolosen Anlage (risikofreier Zinssatz)
 β_P Beta (das systematische Risiko des Portfolios), gemessen wie in (2-19)

Das Jensen-Alpha stellt effektiv eine um das systematische Risiko adjustierte Überschussrendite dar. Dementsprechend sollte das Jensen-Alpha für die Analyse dann verwendet werden, wenn das zu analysierende Portfolio gut diversifiziert ist und das unsystematische Risiko vernachlässigt werden kann. Da das Jensen-Alpha ein absolutes Mass ist, ist damit nur ein Vergleich zwischen Portfolios mit dem gleichen systematischen Risiko sinnvoll.

⁶⁷ Vgl. Kaplan / Knowles 2004, S. 42–54.

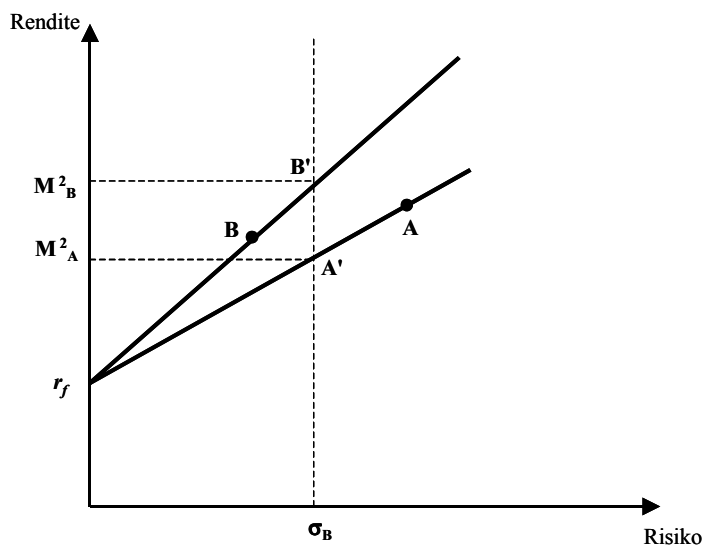
⁶⁸ Vgl. Akeda 2003, S. 20f.

⁶⁹ Vgl. Bacon 2004, S. 63.

M²-Performancemass⁷⁰

Beim Jensen-Alpha wurde die Rendite mit dem systematischen Risiko adjustiert. Es stellt sich die Frage, ob es möglich ist, die Rendite auch mit dem Gesamtrisiko zu adjustieren. Dafür wurde von Modigliani und Modigliani das Mass M² entwickelt.

Auf der Abbildung 3 sind die Sharpe-Ratio-Geraden von den Portfolios A und B aufgetragen. Die M²-Rendite ergibt sich als die theoretische Rendite eines Portfolios A' bzw. eines Portfolios B', welches die gleiche Sharpe-Ratio wie jeweils das Portfolio A bzw. das Portfolio B hat, aber das Gesamtrisiko des Benchmarks aufweist. Geometrisch sind das die Punkte, wo die vertikale Gerade vom Benchmark-Risiko σ_B die Sharpe-Ratio-Geraden der Portfolios A und B kreuzt. Das heisst, die Rendite des Portfolios A wird auf das Niveau A' herunterskaliert und die Rendite des Portfolios B wird auf das Niveau B' heraufskaliert.

Abb. 3: Performancemass M²

Quelle: in Anlehnung an Bacon 2004, S. 60.

Mathematisch kann das M² wie folgt dargestellt werden:

$$M^2 = (r_P - r_f) \times \frac{\sigma_B}{\sigma_P} + r_f,$$

wobei:

(2-23)

r_P durchschnittliche Rendite des Portfolios

r_f durchschnittliche Rendite der risikolosen Anlage (risikofreier Zinssatz)

σ_P Gesamtrisiko des Portfolios, gemessen mittels der Standardabweichung der historischen Portfolio-Renditen

σ_B Gesamtrisiko des Benchmarks, gemessen mittels der Standardabweichung der historischen Benchmark-Renditen

⁷⁰ Vgl. Bacon 2004, S. 58f.

Der Vorteil von den Performancemassen Jensen-Alpha und M^2 besteht darin, dass sie als Rendite in Prozent gemessen werden, während bspw. die Sharpe-Ratio oder die Treynor-Ratio als eine Verhältniszahl ausgedrückt werden. Somit ist bei Jensen-Alpha und M^2 auch die Beurteilung der absoluten Grösse der Performance möglich.

2.3.2 Performance-Analyse und -Attribution

2.3.2.1 Grundsätze der Performance-Attribution

Der Begriff Performance-Attribution umschreibt grundsätzlich den Prozess der Zerlegung der Rendite und des Risikos eines Anlageportfolios in die einzelnen Anlageentscheidungs-Komponenten zwecks Analyse des Mehrwertes des aktiven Portfolio Managements und der Risiko-Komponenten der Anlagestrategie. Die Performance-Attributions-Analyse ist zu einem wertvollen Instrument für die Beurteilung der Leistung der Investment Manager und des Anlageentscheidungsprozesses sowie für die Verbesserung des Dialoges zwischen Kunden und Investment Managern geworden.⁷¹

Der Wert der Performance-Attribution liegt nicht nur in der verbesserten Transparenz, sondern auch in der Versachlichung der Diskussionen über die absolute und relative Performance. Solche Analysen bieten dem Betrachter eine transparente Basis, um die getroffenen Investitionsentscheidungen zu beurteilen und eventuelle Folgemaassnahmen bezüglich des Anlageprozesses einzuleiten. Der Wert der Transparenz wird sogar noch verstärkt, wenn die Performance-Attributions-Analyse Bestandteil eines regelmässigen Performance-Überwachungs-Prozesses ist.⁷²

Adressat der Performance-Attributions-Analyse ist somit entweder der Investor (Kunde) oder der Investment Manager selbst. Eine auf das Verständnis des Kunden ausgerichtete Performance-Analyse schafft eine Vertrauensbasis, auch dann, wenn die Performance als solche nicht gerade besticht. Andererseits ist die Performance-Attribution ein absolut notwendiges Steuerungsinstrument, denn die richtige Interpretation der Performance-Resultate liefert Feedback für den Anlageprozess und diszipliniert die Investment Manager.⁷³

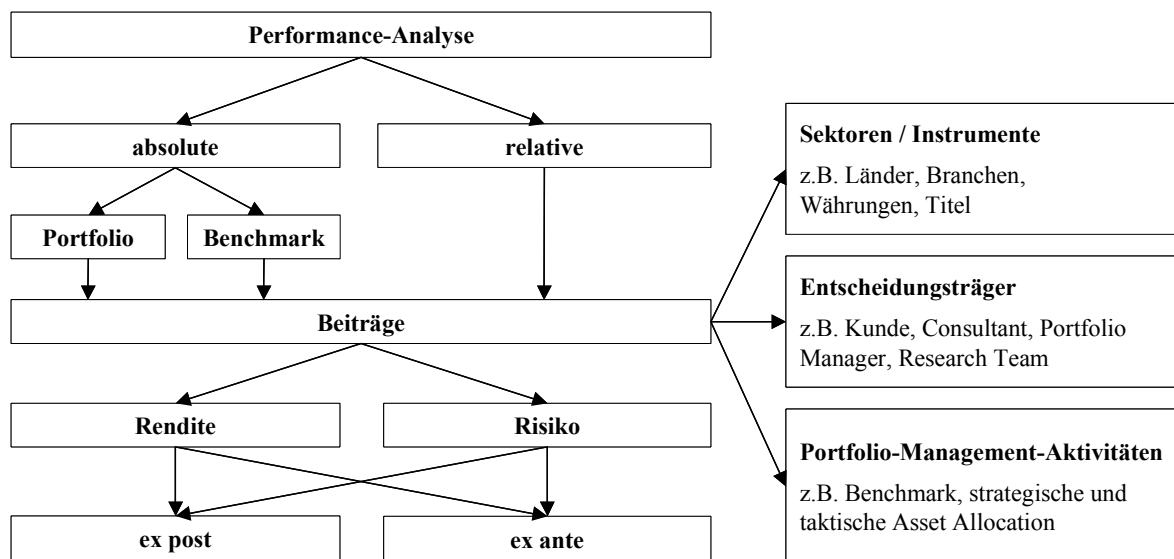
Wie auf der Abbildung 4 ersichtlich, geht die Performance-Attribution vor allem der Frage nach, welche Aktivitäten im Rahmen des Anlageprozesses (bspw. Investitionsentscheidungen oder -instrumente) in welchem Ausmass zur absoluten oder relativen historischen Rendite sowie zum absoluten oder relativen erwarteten Risiko beigetragen haben.

⁷¹ Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance on Performance Attribution Presentation, 2004, S. 3.

⁷² Vgl. Illmer / Marty, Transparenz, nicht nur ein Schlagwort, sondern eine Maxime, 2003, S. 7.

⁷³ Vgl. Wild 2003, S. 59.

Abb. 4: Teilbereiche der Performance-Analyse



Quelle: Illmer 2003, S. 7.

Das EIPC definiert folgende Leitprinzipien für eine aussagekräftige Performance-Attributions-Analyse:⁷⁴

- Die Rendite- und Risiko-Attribution muss den Anlageentscheidungsprozess und den Anlagestil des Investment Managers reflektieren und den Beitrag der effektiven aktiven Investitionsentscheidungen messen.
- Von entscheidender Bedeutung in der Attributionsanalyse der relativen Performance ist die Wahl eines zweckmässigen und geeigneten Benchmarks, da der Benchmark die Referenzgrösse darstellt, gegenüber welcher die Performance des Portfolios verglichen wird. Ein Benchmark muss ex ante definiert sein und die Kriterien der Investierbarkeit, der Transparenz und der Messbarkeit erfüllen.

Das grundsätzliche Vorgehen bei einer Rendite-Attribution funktioniert so, dass zuerst das zugrunde liegende Anlageuniversum eines Portfolios in einzelne Anlageklassen unterteilt wird, bspw.:

- Anlagekategorien (Aktien, Obligationen, Geldmarkt, Immobilien, alternative Anlagen),
- Laufzeitbänder bei festverzinslichen Portfolios
- Regionen
- Industriesektoren
- „Value“- und „Growth“-Titel.

Wichtig ist, dass der verfolgte Anlagestil und die einzelnen Stufen des Anlageentscheidungsprozesses in der Definition der obigen Anlageklassen für die Attributionsanalyse reflektiert werden.

⁷⁴ Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance on Performance Attribution Presentation, 2004, S. 4.

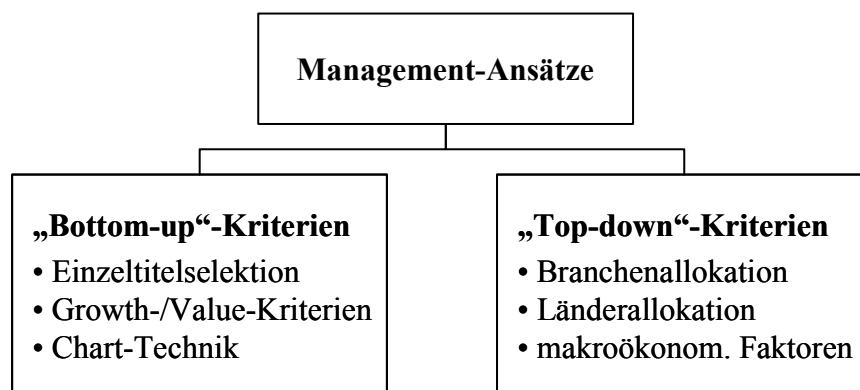
⁷⁵ Vgl. Wild 2003, S. 59.

In einem nächsten Schritt wird die aktive Differenzrendite des zu analysierenden Portfolios gegenüber seinem Benchmark ermittelt. Die Differenzrendite kann sowohl auf eine arithmetische ($r_P - r_B$) als auch auf eine geometrische ($\frac{1+r_P}{1+r_B} - 1$) Weise berechnet werden.⁷⁶ Die so für eine Betrachtungsperiode ermittelte Differenzrendite wird dann im Kontext der definierten Anlagesegmente zerlegt, und zwar:

- es wird der Beitrag derjenigen Anlageentscheidungen quantifiziert, welche zu aktiven Unter- bzw. Übergewichtungen der jeweiligen Anlagesegmente führten,
- es wird der Beitrag derjenigen Anlageentscheidungen quantifiziert, welche zur aktiven Selektion der spezifischen Anlageinstrumente (bspw. der einzelnen Titel) innerhalb des jeweiligen Anlagesegments führten,
- es wird der Beitrag des aktiven Währungsmanagements quantifiziert, falls eine aktive Bewirtschaftung des Währungsrisikos eingesetzt wurde.

Welche Faktoren im Rahmen der Performance-Attribution behandelt werden sollen, hängt vom Investment-Management-Ansatz ab. Abbildung 5 verdeutlicht weitere wichtige Kriterien, an denen eine Attributionsanalyse ausgerichtet werden kann. Basiert der Management-Ansatz vollständig auf dem Prinzip der Einzeltitelselektion („Bottom-up“), dann sollte im Rahmen der Attributionsanalyse in erster Linie die Titelselektion erfasst werden. Der Informationsgehalt, den bspw. eine Branchenallokationsanalyse beinhaltet, wäre in diesem Fall gering.⁷⁷

Abb. 5: Einflussfaktoren im Rahmen einer Attributionsanalyse



Quelle: Fischer 2001, S. 107.

Aus den oben dargelegten Gründen existieren zahlreiche Methoden und Ansätze zur Performance-Attribution je nach Portfolio-Typ, Anlagestil, etc. Diese zu erläutern, würde aber den Rahmen dieser Arbeit sprengen. Darum werden nachfolgend nur einige Beispiele der typischen Attributionsansätze kurz vorgestellt (auf eine detaillierte Darstellung der zugrunde liegenden Berechnungsformeln wird aufgrund des hohen Informationsumfanges verzichtet).

⁷⁶ Vgl. Spaulding, Investment Performance Attribution, 2003, S. 105.

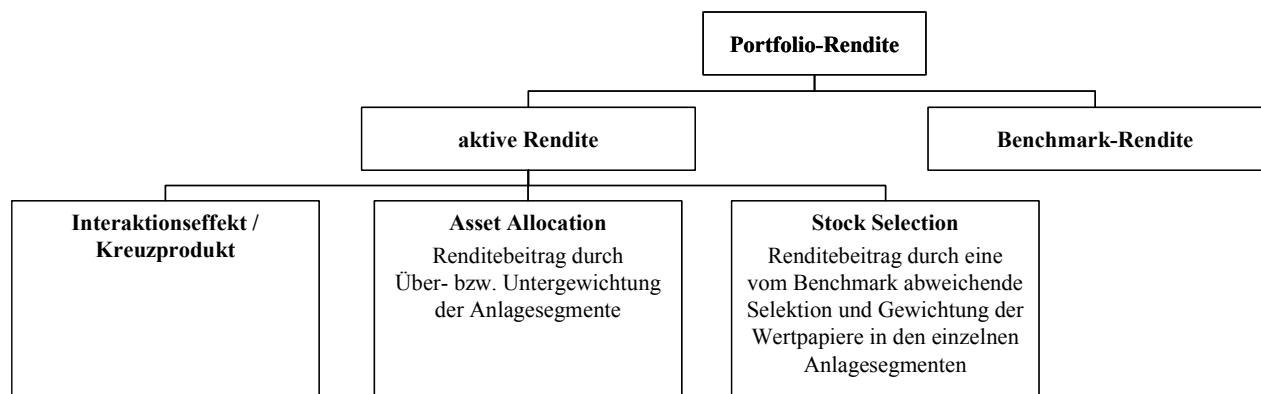
⁷⁷ Vgl. Fischer 2001, S. 107.

2.3.2.2 Attributionsanalyse für Aktien-Portfolios

In Abbildung 6 wird das Schema einer einfachen Rendite-Attribution für ein Aktien-Portfolio präsentiert. Dieser Ansatz stammt aus den Forschungen von Brinson et al. und existiert in mehreren Variationen.⁷⁸ Bei diesem Ansatz wird die aktive Differenzrendite zwischen dem Portfolio und dem Benchmark grundsätzlich in folgende Renditebeiträge zerlegt:⁷⁹

- Asset-Allocation-Effekt, welcher den Beitrag einer aktiven Unter- bzw. Übergewichtung eines Anlagesegments zur Rendite misst.
- Titelselektionseffekt (Stock Selection), welcher den Beitrag der Auswahl einzelner Titel innerhalb des gleichen Anlagesegments zeigt.
- Interaktionseffekt (Kreuzprodukt). Dieser Effekt entsteht methodologisch bedingt durch die Überlagerung der ersten beiden Effekte und hat an sich eine geringe Aussagekraft. Dies wird dann problematisch, wenn sein Wert im Vergleich zu den anderen Effekten signifikant ist.

Abb. 6: Performance-Attribution eines Aktien-Portfolios



Quelle: in Anlehnung an Kleeberg 2003, S. 23.

Eine andere Optik bietet das Fama-Verfahren der Renditezerlegung, welches auf dem CAPM-Konzept beruht. Auf Abbildung 7 ist die Wertschriftenlinie (Security Market Line) eines Benchmark-Portfolios M (Marktindex) abgetragen. Dieser steht das tatsächliche Portfolio A gegenüber. Gemäss dem Fama-Verfahren wird die Portfolio-Überschussrendite in folgende Komponenten zerlegt:⁸⁰

1) Renditebeitrag vom eingegangenen systematischen Risiko:

$R_A - R_F$: Renditebeitrag vom eingegangenen systematischen Risiko β_A , wenn das Portfolio A wie das Benchmark-Portfolio investiert worden wäre, davon:

$R_T - R_F$: Renditebeitrag vom systematischen Zielrisiko β_T , welches für den Manager durch den Investor vorgegeben wurde,

$R_A - R_T$: Renditebeitrag vom durch den Manager bewusst ausgewählten systematischen Risiko β_A , welches vom Zielrisiko β_T abweicht.

⁷⁸ Vgl. Bacon 2004, S. 88.

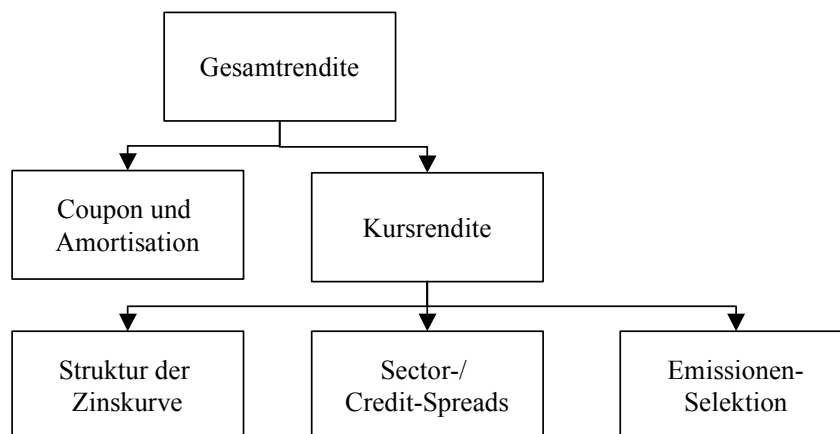
⁷⁹ Vgl. Wild 2003, S. 59.

⁸⁰ Vgl. Dietz / Kirschman 1990, S. 14-22–14-23.

In der Praxis wird häufig das Verfahren praktiziert (vgl. Abbildung 8), bei welchem die erzielte Rendite eines festverzinslichen Portfolios in folgende Bestandteile zerlegt wird:⁸³

- Ertrag, der sich aufgrund des Haltens von zinszahlenden Obligationen ergibt (die festgelegten Coupon-Zahlungen). Dieser Renditebeitrag ist a priori bekannt und kann vom Investment Manager nicht beeinflusst werden.
- Renditebeitrag aus der zeitlichen Verschiebung auf der Zinskurve während der Laufzeit der Obligation (bspw. die Amortisation). Dieser Renditebeitrag kann vom Investment Manager nicht beeinflusst werden.
- Renditebeitrag, welcher durch die Veränderung der Struktur der Zinskurve (bspw. Verschiebung) während der Berechnungsperiode entsteht, weiter unterteilt in Beiträge einzelner Laufzeiten auf der Zinskurve. Dieser Renditebeitrag kann vom Investment Manager durch Portfolio-Management-Handlungen (bspw. durch das Duration-Management) aktiv gesteuert werden.
- Renditebeitrag, der sich durch die Veränderung der „Credit“- und „Sector“-Spreads (gegenüber der Referenzzinskurve) der einzelnen Obligationen ergibt. Dieser Renditebeitrag kann vom Investment Manager durch Portfolio-Management-Handlungen aktiv gesteuert werden.
- Renditebeitrag, der sich aus einer gezielten Auswahl einzelner Emissionen ergibt. Dieser Renditebeitrag wird vom Investment Manager direkt beeinflusst.

Abb. 8: Rendite-Attribution eines festverzinslichen Portfolios



Quelle: eigene Darstellung.

2.3.2.4 Risiko-Attribution

Wie bereits erwähnt, ist eine aussagekräftige Attributionsanalyse der Renditen nur im Kontext des Anlagerisikos möglich. Diesem Aspekt wird bei denjenigen Attributionsansätzen bereits Rechnung getragen, wo der Portfolio-Benchmark in die Analyse miteinbezogen wird, welcher gewissermassen das Marktrisiko repräsentiert. Überdies existieren spezialisierte Ansätze zur

⁸³ Vgl. Wild 2003, S. 61, sowie Dietz / Kirschman 1990, S. 14–34.

Attribution der risikoadjustierten Renditen, wenn das Anlagerisiko im Rahmen des Anlageentscheidungsprozesses aktiv gesteuert wird.⁸⁴

Es besteht z. Z. eine gewisse Unklarheit, was genau der Begriff „Risiko-Attribution“ bedeutet. Das EIPC definiert bspw. die *Risiko-Analyse* als Kombination von den folgenden Prozessen:⁸⁵

- *Risiko-Messung* als den Prozess der Messung des Anlagerisikos (absolut und relativ, ex post und ex ante). Als Beispiel einer Ex-ante-Risiko-Messung kann die Prognostizierung des Portfolio-Tracking-Error zwecks der Risiko-Budgetierung bei der Definition der Anlagestrategie genannt werden.
- *Risiko-Attribution*. Hier wird in einem ersten Schritt eine Zerlegung des Anlagerisikos (absolut und relativ, ex post und ex ante) in die Risiko-Quellen sowie nach bestimmten vordefinierten Faktoren (wie Anlagestil, Branchensektor, Region, Bonität, etc.) vorgenommen sowie der Beitrag der einzelnen Anlageinstrumente zum Risiko ermittelt. In einem zweiten Schritt wird eine effektive Attribution des Risikos im Sinne des Beitrages der aktiven Anlageentscheidungen zum Portfolio-Risiko (bspw. zum Portfolio-Tracking-Error) vorgenommen.

Für die oben erläuterten Prozesse der Risiko-Messung und -Attribution existieren verschiedene Ansätze, welche üblicherweise in spezialisierten IT-Applikationen implementiert sind und nicht immer offen gelegt werden. Als Beispiel kann das Mehrfaktorenmodell der Risikozerlegung von Barra genannt werden, welche das Anlagerisiko bspw. in Beiträge von Branchensektoren, Regionen und Währungen analysiert.⁸⁶

Die in diesem Kapitel vorgestellten Konzepte und Ansätze zur Performance-Messung und -Analyse werden in Kapitel 4 dieser Arbeit im Kontext der praktischen Anwendung diskutiert.

⁸⁴ Vgl. Bacon 2004, S. 121–125.

⁸⁵ Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance on Performance Attribution Presentation, 2004, S. 3.

⁸⁶ Vgl. Wehner 2003, S. 15–22.

3 PERFORMANCE PRESENTATION STANDARDS IN DER SCHWEIZ: ENTWICKLUNG UND STATUS

Die Performance Presentation Standards stellen eine wichtige Entwicklung in der Vermögensverwaltungsbranche dar. Gemäss dem von PwC 2003 durchgeführten Global Investment Management Survey wurde die Übereinstimmung mit den Performance Presentation Standards von der Mehrheit der Investment Managers als „very important topical industry development“⁸⁷ genannt. In diesem Kapitel werden die Evolution und der gegenwärtige Status der Standards detailliert betrachtet.

3.1 Evolution der Performance Presentation Standards

3.1.1 Ausgangslage und Zielsetzung

Die Entstehung der Performance Presentation Standards kann grundsätzlich auf folgende Gründe zurückgeführt werden:⁸⁸

- Mit dem wissenschaftlichen Fortschritt im Bereich Investment Performance waren seit den 60er Jahren zahlreiche Konzepte und Methoden zur Performance-Messung entwickelt worden. So entstand das Bedürfnis nach der Einordnung dieser Methoden nach bestimmten Kriterien, was schlussendlich zur Standardisierung führte.
- Erzielte Performance ist ein wichtiges Verkaufsargument bei der Akquisition der Vermögensverwaltungskunden. Für die institutionelle Kundschaft und zunehmend auch für Privatkunden ist die Performance eines Investment Managers ein wesentliches Auswahlkriterium. Leider wurde in der Vergangenheit mangels transparenten Regeln zur Performance-Präsentation öfters das sog. „Cherry Picking“ praktiziert, bei welchem nur ausgewählte Informationen, bspw. nur die Renditen der besten Portfolios, offen gelegt wurden. Des Weiteren kamen auch Modellportfolios und Simulationen zum Einsatz, welche als tatsächlich erzielte Performance-Historie dargestellt wurden. Diese Praktiken der Investment Manager waren für Investoren irreführend und erregten auch Aufmerksamkeit der Aufsichtsbehörden. Ein anerkannter Standard, welcher ein einheitliches Vorgehen definiert und irreführende Informationen verbieten würde, war also dringendst nötig.
- Die Selbstregulierung und Ethik wurden in den letzten Jahrzehnten allgemein zu einem besonderen Merkmal in der Finanzindustrie. Einhaltung ethischer Richtlinien über die gesetzliche Regulierung hinaus ist zu einem selbstverständlichen Bestandteil des Verhaltenskodexes der Investment Manager geworden, was schlussendlich zu einem höheren Vertrauen der Investoren geführt hat. Gemäss einer von PwC 2003 durchgeführten globalen Umfrage wurde die Performance-Präsentation in Übereinstimmung mit GIPS als ein entscheidender Schritt in Bezug auf das Zurückgewinnen des Vertrauens der Investoren bezeichnet.⁸⁹

⁸⁷ Vgl. PwC (Hrsg.), Global Investment Management Survey, 2003, S. 53.

⁸⁸ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

⁸⁹ Vgl. PwC (Hrsg.), Global Investment Management Survey, 2003, S. 48.

- Durch die voranschreitende Globalisierung der Wirtschaft und speziell der Finanzmärkte entstand das Bedürfnis nach einem global akzeptierten einheitlichen Regelwerk für die Performance-Präsentation, welches schlussendlich die Weiterentwicklung der Performance Presentation Standards über nationale Grenzen hinaus zu einem globalen Standard förderte.

Die Performance Presentation Standards sind freiwillige, international anerkannte *ethische* Richtlinien zur vollständigen und transparenten Präsentation der Investment-Performance-Resultate. In einer transparenten Performance-Präsentation zeigt der Investment Manager, wie sich alle nach vergleichbaren Anlagezielen verwalteten Portfolios, aggregiert in sog. Composites, historisch entwickelt haben.

Die Performance Presentation Standards setzen sich folgende Ziele:

- Die Bereitstellung eines global anerkannten ethischen Regelwerks, welches eine faire Berechnung, Präsentation und vollständige Offenlegung der erzielten Performance-Resultate in einem vergleichbaren Format gewährleistet. Die Präsentation soll vereinheitlicht werden, damit die Vergleichbarkeit der Performance-Resultate verschiedener Investment Manager unabhängig von ihrer geographischen Lage ermöglicht und der Dialog zwischen Investment Managern und potentiellen Kunden erleichtert wird.
- Die Sicherstellung präziser und konsistenter Datengrundlagen für die Performance-Präsentation.
- Die Förderung des fairen, weltweiten Wettbewerbs für Investment Manager in allen Märkten ohne Markteintrittsbarrieren für neue Firmen.
- Die Förderung der Selbstregulierung der Branche auf globaler Ebene.⁹⁰

Die Performance Presentation Standards sind auf globaler Ebene durch die Global Investment Performance Standards (GIPS) sowie lokale Standards in einzelnen Ländern (bspw. in der Schweiz durch die Swiss Performance Presentation Standards [SPPS]) repräsentiert. Im nachfolgenden Kapitel wird auf den Zusammenhang zwischen den GIPS und lokalen Standards im Detail eingegangen.

3.1.2 Entwicklung der Standards

Bis Ende der 80er Jahre existierten keine einheitlichen Richtlinien zur Performance-Berechnung und -Präsentation. Wegen bewusst manipulativer Darstellung der Performance-Resultate durch einige Vermögensverwalter in den USA wies die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC) schlussendlich 1987 darauf hin, dass das Fehlen solcher Richtlinien aus ihrer Sicht problematisch sei und sie in Betracht ziehe, eigene staatliche Standards zur Performance-Präsentation zu entwickeln. Die US-amerikanische Financial Analysts Federation (FAF) reagierte umgehend darauf und gründete ein Komitee, das sich zum

⁹⁰ Vgl. AIMR (Hrsg), Global Investment Performance Standards, 1999, S. 2.

Ziel setzte, erste Performance Presentation Standards zu erarbeiten, welche dann noch im selben Jahr in Kraft traten.⁹¹

1993/1994 hat die Nachfolgerin der FAF – die Association for Investment Management and Research (AIMR)⁹² – die Performance Presentation Standards unter dem Namen AIMR-PPS für die Vermögensverwaltungsbranche in den USA und Kanada eingeführt. Eine weitere Überarbeitung der AIMR-PPS-Standards in den Jahren 1996–1997 führte zu einem bereits international akzeptierten Investment Performance Standard.

So entwickelte auch 1996 die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) die Swiss Performance Presentation Standards (SPPS) auf Grundlage der AIMR-PPS-Standards, welche per 1. Januar 1997 in Kraft traten. Die SPPS zählten damals zu den ersten Performance Presentation Standards ausserhalb der USA und wurden von der AIMR anerkannt, sodass die in Übereinstimmung mit den SPPS stehenden Firmen gleichzeitig die Compliance mit AIMR-PPS-Standards erklären konnten.⁹³

Anfänglich führten nur wenige Länder die AIMR-PPS als lokalen Standard ein. Einige Länder zogen es vor, an ihren eigenen nationalen Richtlinien festzuhalten, während andere Länder wiederum über nur wenige oder gar keine Performance Presentation Standards verfügten. Selbstverständlich schränkte diese Entwicklung die Vergleichbarkeit der Performance-Resultate von Investment Managern aus verschiedenen Ländern stark ein.

Mit der Zeit wurde es offensichtlich, dass die AIMR-PPS-Standards zu stark auf die USA ausgerichtet waren und der europäischen Praxis nur ungenügend Rechnung trugen. So entstanden bei der Umsetzung von gewissen US-spezifischen Anforderungen häufig Auslegungsprobleme. Überdies musste nach den AIMR-PPS-Standards eine mindestens 10-jährige Performance-Historie präsentiert werden, was die Einführung der Standards wegen der Problematik der Aufbereitung der historischen Daten zusätzlich erschwerte.⁹⁴ Es entstand das Bedürfnis nach einem einheitlichen, weltweit akzeptierten Standard, was 1999 zur Erarbeitung der Global Investment Performance Standards (GIPS) führte, welche per 1.1.2000 in Kraft traten.

Das Konzept der GIPS sieht vor, dass sie auf nationalem Niveau integral übernommen und umgesetzt werden. Lokale Bestimmungen, welche aufgrund länderspezifischer Praktiken oder gesetzlicher Vorschriften bestehen, sind weiterhin möglich, soweit sie den GIPS nicht widersprechen. Seit ihrer Inkraftsetzung haben sich die GIPS als ein weltweit anerkanntes und umsetzungsfähiges Regelwerk etabliert. Immer mehr Länder führten GIPS als nationalen Standard ein. So hat 2001 auch die SBVg die SPPS neu als die „Swiss Version of GIPS“ überarbeitet. Die neuen SPPS traten per 1.1.2002 in Kraft.⁹⁵ Die USA sind dem internationalen Trend auch gefolgt und haben 2002 ebenfalls eine neue Version der AIMR-PPS-Standards als

⁹¹ Vgl. Bickel 2000, S. 177.

⁹² Die AIMR wurde 2004 in das CFA Institute umbenannt.

⁹³ Vgl. SBVg (Hrsg.), Swiss Performance Presentation Standards, 1996, S. 2.

⁹⁴ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

⁹⁵ Vgl. SBVg (Hrsg.), Swiss Performance Presentation Standards, 2001, S. 3.

die „US und Canadian version of GIPS“ mit Zusatzanforderungen und -empfehlungen eingeführt (vgl. Tabelle 4).

Tab. 4: Evolution der Performance Presentation Standards

Jahr	Performance Presentation Standard
1994	AIMR-PPS, Version 1993 (USA)
1997	AIMR-PPS, Version 1996 (USA) SPPS, Version 1996 (Schweiz)
1998	DVFA-PPS (Deutschland) AIPMPS (Australien)
1999	SAAJ-PPS (Japan)
2000	GIPS (Global) UKIPS (UK)
2002	AIMR-PPS als die Country Version of GIPS SPPS als die Country Version of GIPS
2002–2004	Weitere Länder übernehmen die GIPS als nationalen Standard
2006	Überarbeitete GIPS

Quelle: eigene Darstellung.

Konkret unterscheiden sich die Varianten der Einführung der GIPS als nationaler Standard wie folgt:⁹⁶

- *GIPS in der englischen Originalfassung*: Die einfachste Möglichkeit, die Standards zu übernehmen, ist, die GIPS in ihrer Originalsprache Englisch einzuführen. Gegenwärtig sind es 4 Länder, die sich für diese Alternative entschieden haben.
- *„Translation of GIPS“ (TG)*: Bei dieser Alternative wird der Text der GIPS lediglich in die lokale Sprache übersetzt und es bestehen keine Änderungen oder zusätzliche Anforderungen. 9 Länder haben z. Z. diese Alternative vorgezogen.
- *„Country Version of GIPS“ (CVG)*: Einige Länder müssen einige zusätzliche Anforderungen zu den GIPS erlassen, bspw. wegen lokalen regulatorischen Bestimmungen oder lokaler Marktpraxis. Um diesen Bedürfnissen gerecht zu werden, besteht die Möglichkeit, eine „Country Version of GIPS“ einzuführen. Die „Country Version of GIPS“ enthält im Kern den Text der GIPS, welcher mit zusätzlichen länderspezifischen Regelungen ergänzt ist, und ist somit umfassender als die GIPS. Dies bedeutet, dass bspw. ein schweizerischer Investment Manager, der mit den SPPS in Übereinstimmung ist, die GIPS als Minimum erfüllt. Diese Tatsache ermöglicht eine Vergleichbarkeit der Resultate auf globaler Ebene. Der Country-Version-Ansatz ist eine gute Möglichkeit, das Ziel eines globalen Standards zu erreichen und trotzdem den länderspezifischen Gegebenheiten gerecht zu werden. Heute sind es 9 Länder, die eine „Country Version of GIPS“ haben.

⁹⁶ Vgl. <http://www.cfainstitute.org/standards/pps/gips-translate.html>, 27.12.2004 (Abfragedatum).

Daraus resultiert eine wichtige Bemerkung: Die SPPS und die GIPS sind effektiv ein *Äquivalent*. Die SPPS ist eine „Country Version of GIPS“ und unterscheidet sich von den GIPS im Wesentlichen nur in der obligatorischen Präsentation einer Übersicht der Standardsätze der Vermögensverwaltungsgebühren.⁹⁷

3.1.3 Gremien der Performance Presentation Standards

Die Erarbeitung der GIPS wurde durch das von der AIMR speziell einberufene GIPS Committee wahrgenommen. Nach dem Erlass der GIPS wurde dieses Komitee aufgelöst, da seine Aufgabe als erledigt betrachtet wurde. Die Förderung, Implementation und nicht zuletzt die Interpretation der Standards verlangten jedoch nach einem permanenten unabhängigen Gremium. Deshalb wurde im Jahr 2000 das Investment Performance Council (IPC) gegründet, welches für die Entwicklung, Förderung und Administration der Standards zuständig ist. Das primäre Ziel des IPC ist es, dass alle Länder die GIPS als ihren lokalen Standard für die Performance-Präsentation akzeptieren und einführen.⁹⁸

Das IPC wird vom CFA Institute mit finanziellen und personellen Ressourcen unterstützt und setzt sich aus ca. 35 ständigen Mitgliedern zusammen, welche regionale sowie branchenspezifische Interessen vertreten. Überdies hat das IPC mehrere fachtechnische Subkomitees, welche einzelne Problemstellungen behandeln, wie bspw. Auslegung der Standards, Behandlung und Bewilligung der Anträge für die Einführung der GIPS von den einzelnen Ländern, etc. Das IPC enthält auch einige regionale Subkomitees, wie beispielsweise das European Investment Performance Committee (EIPC), welches die europäischen Interessen repräsentiert. Momentan zählt das EIPC Vertreter aus 24 europäischen Ländern zu seinen Mitgliedern. Es unterstützt die teilnehmenden Länder bei der Einführung und Verbreitung der Standards und nimmt aktiv an der Gestaltung und Weiterentwicklung der Standards teil.⁹⁹

Für die Förderung und Umsetzung der Standards in den einzelnen Ländern sind lokale Gremien zuständig, die sog. „Country Sponsors“. Durch die aktive Unterstützung der Standards und der Arbeit des IPC kann ein Country Sponsor die Interessen des eigenen Landes vertreten und sicherstellen, dass diese bei der Weiterentwicklung der GIPS berücksichtigt werden.

In der Schweiz fungiert die SBVg als der Country Sponsor der Standards und hat dafür eine spezialisierte SPPS-Expertengruppe gegründet, welche sich aus Vertretern mehrerer Vermögensverwalter sowie Prüfungsgesellschaften zusammensetzt. Die SBVg nimmt dabei insbesondere folgende Aufgaben wahr:

- Erarbeitung und Weiterentwicklung der SPPS auf der Grundlage der GIPS.
- Förderung der SPPS und GIPS in der Schweiz.
- Einflussnahme auf die Weiterentwicklung der GIPS durch die Zusammenarbeit mit dem IPC.

⁹⁷ Vgl. SBVg (Hrsg.), Swiss Performance Presentation Standards, 2001, S. 10.

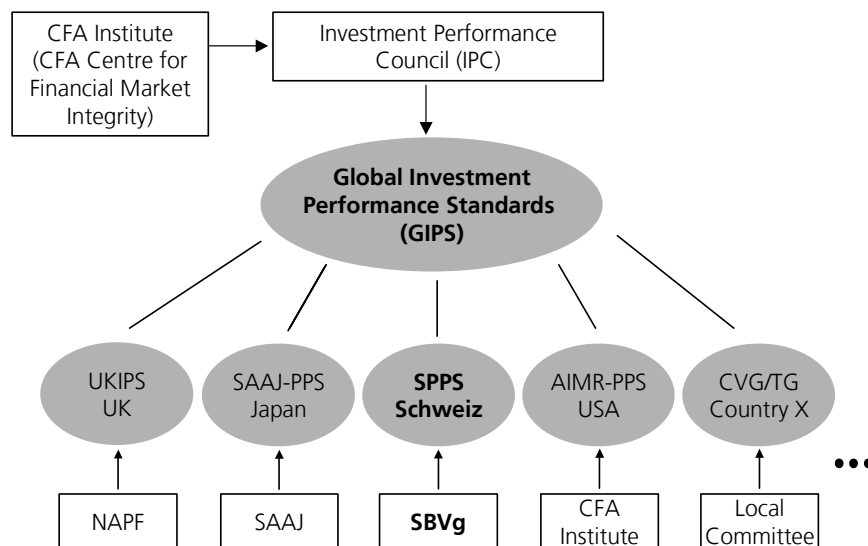
⁹⁸ Vgl. AIMR (Hrsg.), Investment Performance Council. Constitution and Operation, 1999, S. 1.

⁹⁹ Vgl. <http://www.cfainstitute.org/standards/pps/ipc/index.html>, 27.12.2004 (Abfragedatum).

Überdies ist die Schweiz im IPC durch einige einzelne Mitglieder der SPPS-Expertengruppe der SBVg vertreten. Diese direkte Teilnahme ermöglicht es der Schweiz, ihre Interessen bei der Weiterentwicklung und Auslegung der Standards zu vertreten und durchzusetzen.

Die gesamte internationale Struktur der GIPS-Gremien ist aus der folgenden Abbildung 9 ersichtlich:

Abb. 9: GIPS-Gremien weltweit



Quelle: PwC (Hrsg.), Schulungsunterlagen zum Thema „Investment Performance Presentation“, 2004, S. 18.

3.1.4 Inhalt der Performance Presentation Standards

Ein vertiefte Darstellung der einzelnen Bestimmungen der Performance Presentation Standards würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen. Darum wird der Inhalt der Standards nachfolgend nur im Sinne einer Übersicht vorgestellt.

Das Wichtigste an der Übereinstimmung mit den Standards ist die Tatsache, dass sie nur auf *Gesamtfirmenebene* und nicht auf der Produkt- bzw. Portfolio-Ebene möglich ist. Effektiv bedeutet dies, dass alle durch die Firma verwalteten Portfolios in den SPPS/GIPS-Compliance-Prozess eingeschlossen werden müssen.¹⁰⁰ Dies verhindert das sog. „Cherry Picking“, d.h. eine gezielte Auswahl nur derjenigen Portfolios, welche eine gute Performance hatten.

Die nächste wichtige Bestimmung ist, dass bei der ersten Erklärung der SPPS/GIPS-Compliance eine Performance-Historie von mindestens 5 Jahren (bzw. seit der Gründung der Firma, falls jünger als 5 Jahre) präsentiert werden muss. Nach jedem darauf folgenden Jahr muss der Performance-Track-Record erweitert werden, bis eine Performance-Historie von 10 Jahren präsentiert wird.¹⁰¹

¹⁰⁰ Vgl. AIMR (Hrsg.), Global Investment Performance Standards, 1999, § I.12.

¹⁰¹ Vgl. AIMR (Hrsg.), Global Investment Performance Standards, 1999, § I.13 a–b.

Zentral in den Performance Presentation Standards ist das Composite-Konzept. Ein Composite ist die Zusammenfassung einer Anzahl von Vermögensverwaltungsportfolios zu einer Gruppe, die ein bestimmtes Anlageziel oder eine bestimmte Anlagestrategie repräsentiert.¹⁰² Die Präsentation der Performance erfolgt nur auf Composite-Ebene und nicht auf Ebene einzelner Portfolios, und zwar mittels einem sog. Composite-Report, welcher mindestens jährlich erstellt wird und alle von den Standards erforderlichen Angaben enthält.¹⁰³

Die Anforderungen und Empfehlungen der SPPS bzw. GIPS können in fünf Bereiche eingeteilt werden und sind in Tabelle 5 zusammengefasst.

Tab. 5: Teilbereiche der Performance Presentation Standards.

Bereich	Inhalt
Input-Daten	Bestimmungen in Bezug auf die zugrunde liegenden Daten der einzelnen Portfolios, die zur Performance-Berechnung und -Präsentation verwendet werden.
Performance-Berechnung	Bestimmungen in Bezug auf die Methoden der Berechnung der Portfolio- und Composite-Performance.
Bildung und Verwaltung der Composites	Bestimmungen in Bezug auf die Definition und Verwaltung der aussagekräftigen Composites sowie zur Zuteilung der einzelnen Portfolios zu den Composites.
Disclosures	Bestimmungen in Bezug auf die Erläuterungen, die in einer Composite-Präsentation offen zu legen sind (bspw. die Definition der Firma, des Composites, der Referenzwährung, etc.).
Präsentation und Reporting	Bestimmungen in Bezug auf die in einer Composite-Präsentation auszuweisenden Kennzahlen und Angaben (bspw. Composite- und Benchmark-Renditen, Gesamtvermögen des Composites für jede präsentierte Periode etc.).
Verifikation	Bestimmungen in Bezug auf die von einem unabhängigen Prüfer durchzuführenden Prüfungshandlungen zwecks Bestätigung der Übereinstimmung mit den Standards.

Quelle: AIMR (Hrsg), Global Investment Performance Standards, 1999, S. 6-14.

Das momentane Regelwerk der SPPS/GIPS besteht aus drei folgenden Hauptquellen:

- *Haupttext der Standards.* Der Originaltext der GIPS enthält die Hauptanforderungen und -empfehlungen der Standards. Der Originaltext der Standards kann von der Website des CFA Institute heruntergeladen werden.¹⁰⁴
- *GIPS Guidance Statements.* Zusätzlich ergänzen die sog. GIPS Guidance Statements das Regelwerk mit umfassenden Erläuterungen zu verschiedenen Themen. Die Guidance Statements werden durch fachtechnische Subkomitees des IPC bei Bedarf erarbeitet. Sie müssen zuerst immer eine öffentliche Vernehmlassungsphase durchlaufen, bevor sie definitiv

¹⁰² Vgl. AIMR (Hrsg), Global Investment Performance Standards, 1999, S. 6.

¹⁰³ Vgl. AIMR (Hrsg), Global Investment Performance Standards, 1999, Appendix A.

¹⁰⁴ Vgl. Website des CFA Institute: <http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/gips.pdf>.

erlassen werden. Alle GIPS Guidance Statements sind auf der Website des CFA Institute öffentlich verfügbar.¹⁰⁵

- *Interpretationen.* Die technischen Interpretationen stellen detaillierte Erläuterungen zu einzelnen Fragen der Investment Manager, welche an das GIPS-Helpdesk zu spezifischen Themen gestellt wurden. Diese Interpretationen werden in einer „Questions & Answers“-Datenbank auf der Website des CFA Institute publiziert.¹⁰⁶

Alle obigen Quellen sind für die Vermögensverwalter, welche die Übereinstimmung mit Standards erklären, verbindlich.

3.1.5 Die gegenwärtige Überarbeitung der GIPS

Um der kontinuierlichen Entwicklung in der Vermögensverwaltungsbranche gerecht zu werden, müssen die Performance Presentation Standards flexibel sein und sich den verändernden Rahmenbedingungen ständig anpassen. Wie in den vorherigen Kapiteln bereits demonstriert, wurden die GIPS in der Vergangenheit laufend durch neue Richtlinien und Interpretationen erweitert.

Aufgrund dieser Erweiterung wurde das GIPS-Regelwerk immer umfassender, was jedoch zu mangelnder Übersichtlichkeit geführt hat. Aus diesem Grund hat das IPC 2003 beschlossen, eine vollständige Überarbeitung der GIPS in Angriff zu nehmen. Das Hauptziel dieser Überarbeitung, welche als das Projekt „Gold GIPS“ getauft wurde, war es, die bestehenden GIPS-Bestimmungen zu bereinigen und zu konsolidieren sowie die Erfahrungen der Branche aus der Umsetzung der Standards einzuholen und zu berücksichtigen (vgl. Abbildung 10). Überdies müsste der überarbeitete Standard womöglich auch länderspezifische Regelungen und Marktpraktiken in den verschiedenen Märkten der Welt enthalten. Als Resultat sollte ein qualitativ höchststehendes, globales Regelwerk entstehen.¹⁰⁷

Die überarbeiteten GIPS werden teilweise Änderungen zu den bestehenden GIPS-Richtlinien einführen, teilweise werden sie aber auch neue Vorschriften mit sich bringen. Diejenigen Länder, welche momentan über eine länderspezifische Version (CVG) oder eine Übersetzung der GIPS (TG) verfügen, werden die Neuerungen anpassen bzw. integrieren müssen. Dabei werden die länderspezifischen Versionen der GIPS sehr wahrscheinlich wegfallen und es werden nur diejenigen bestehen bleiben, welche Abweichungen aufgrund nationaler gesetzlicher Bestimmungen enthalten.¹⁰⁸ Diese jüngste Entwicklung der GIPS zu einem neuen globalen Standard wird einen Meilenstein in der Evolutionsgeschichte der Performance Presentation Standards darstellen.

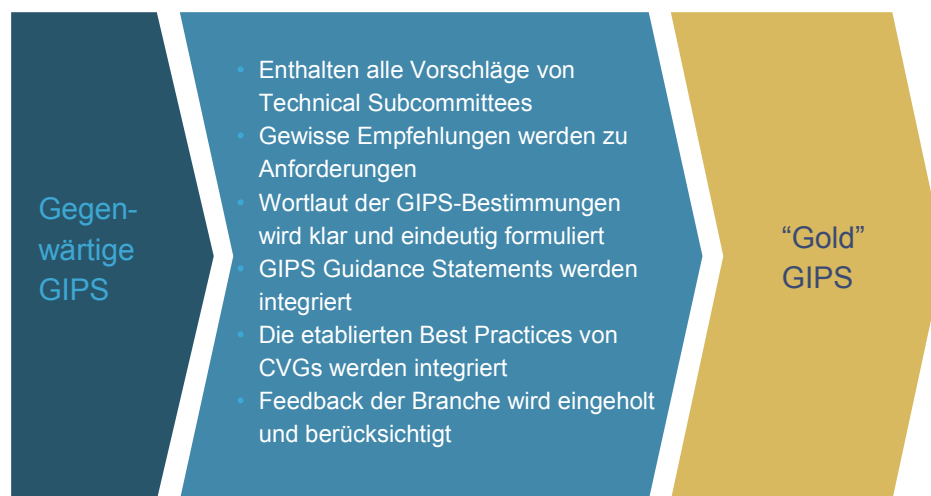
¹⁰⁵ Vgl. Website des CFA Institute: http://www.cfainstitute.org/standards/pps/guid_stmnt.html.

¹⁰⁶ Vgl. Website des CFA Institute: <http://www.cfainstitute.org/programs/standards/gips/faqs/>.

¹⁰⁷ Vgl. AIMR (Hrsg.), *Revising the GIPS Standards* („Gold“ GIPS), 2004, S. 1f.

¹⁰⁸ Vgl. von Euw 2004, S. 11.

Abb. 10: Vision der Überarbeitung der GIPS



Quelle: PwC (Hrsg.), Schulungsunterlagen zum Thema „Investment Performance Presentation“, 2004, S. 30.

Der Entwurf der neuen GIPS befand sich bis zum 1. August 2004 in der öffentlichen Vernehmlassung. Die eingegangenen Kommentare von der Vermögensverwaltungsbranche werden z. Z. durch den IPC integriert. Die definitive Version der überarbeiteten GIPS soll im Februar 2005 erlassen werden, wobei die neuen GIPS per 1.1.2006 in Kraft treten sollen.

3.2 Der Status der SPPS-Compliance in der Schweiz

Die SBVg hat 1997 die SPPS als Empfehlungen für eine einheitliche und moderne Performance-Berichterstattung in der Schweiz eingeführt. Die SPPS existieren als ein geschütztes Warenzeichen mit einem eigenen Logo. Die Unterstützung und die Finanzierung der SPPS-Initiative wird durch eine formelle gebührenpflichtige Teilnahme der Institute sichergestellt.

Effektiv wird die SPPS-Initiative in der Schweiz von den folgenden Stellen betreut:¹⁰⁹

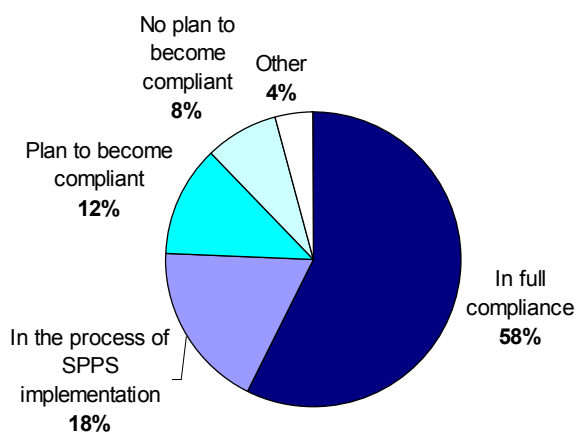
- *Die SPPS-Expertengruppe der SBVg.* Diese Gruppe ist der Kommission für Vorsorgefragen und institutionelle Vermögensverwaltung der SBVg unterstellt und setzt sich aus Vertretern mehrerer Vermögensverwaltungsinstitute sowie Prüfungsgesellschaften zusammen. Die SPPS-Expertengruppe ist vor allem für die Behandlung der fachlichen Aspekte rund um die SPPS zuständig.
- *Das ständige Sekretariat SPPS der SBVg.* Das Sekretariat SPPS fungiert als eine Anlaufstelle der Teilnehmer an den SPPS, stellt der SPPS-Expertengruppe die notwendige Infrastruktur zur Verfügung, organisiert Seminare und den Internet-Auftritt und ist für administrative Fragen verantwortlich.

Die Akzeptanz der Standards in der Schweiz kann als hoch bezeichnet werden. Die 2003 in der Schweiz durchgeführte Erhebung von PwC zeigte, dass die Mehrheit der Respondenten entweder

¹⁰⁹ Vgl. <http://www.swissbanking.org/home/spps-allgemein.htm>, 27.12.2004 (Abfragedatum).

in der Übereinstimmung mit den SPPS bzw. im Prozess der Einführung der SPPS waren (vgl. Abbildung 11).

Abb. 11: Status der Übereinstimmung mit den Performance Presentation Standards in der Schweiz



Quelle: PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 8.

Gemäss Schätzungen von PwC erklärten Ende 2004 ca. 50 Institute in der Schweiz die Übereinstimmung mit SPPS/GIPS. Die Schweiz soll dabei in Bezug auf die Akzeptanz der Compliance mit Performance Presentation Standards den zweiten Platz in Europa (nach UK) belegen.¹¹⁰

Diese hohe Akzeptanz der Standards in der Schweiz ist auf die folgenden Faktoren zurückzuführen:¹¹¹

- Der schweizerische Vermögensverwaltungsmarkt ist durch eine breite institutionelle Kundschaft (Pensionskassen) und eine hohe Konzentration der renommierten Investment Manager gekennzeichnet. Diese Akteure sind in der Regel bestens über die Performance Presentation Standards informiert.
- Die meisten grossen schweizerischen Investment Manager sind entweder Banken oder den Banken nahe stehende Firmen. Auf die Banken sollen mehr als zwei Drittel der in der Schweiz verwalteten Vermögen entfallen. Da in der Schweiz die SBVg die Rolle des Förderers der Standards wahrnimmt, hat sie als ein Branchenverband der Banken den besten Zugang zu den Vermögensverwaltern und kann somit die Akzeptanz der Standards sicherstellen.
- Die SBVg hat sich sehr aktiv in der Förderung der Standards in der Schweiz engagiert. Die Vertreter der Vermögensverwaltungsinstitute sind unmittelbar in die Arbeit der SPPS-Expertengruppe involviert. Das Interesse der Branche an den SPPS/GIPS und die

¹¹⁰ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹¹¹ Vgl. Martin 2003, S. 15–16.

Verpflichtung zur Ethik wird durch verschiedene Aktivitäten der SBVg (wie periodische Seminare und Anlässe) aufrechterhalten. Überdies versucht die SBVg auch weitere Interessentenkreise in die SPPS-Initiative zu involvieren, wie bspw. den Verband der Pensionskassen sowie die Aufsichtsbehörden.

Zwischen dem institutionellen Asset Management und dem Private Banking bestehen in Bezug auf die Akzeptanz der SPPS-Compliance jedoch Unterschiede. In der Vermögensverwaltung für institutionelle Kunden, insbesondere in der beruflichen Vorsorge, gehören sie inzwischen zum branchenüblichen Standard. Im Rahmen der Offertenstellung wird seitens der Kunden oder Investment Consultants vermehrt eine Übereinstimmung mit den SPPS gefordert. Hingegen werden die SPPS im Private Banking von den Banken nicht so umfassend angewendet wie im institutionellen Bereich.¹¹²

Allgemein darf festgehalten werden, dass die Einführung der Performance Presentation Standards eine grosse Bedeutung für den Finanzplatz Schweiz hatte. Mit diesem Schritt unterstrich die SBVg die international führende Position des schweizerischen Finanzplatzes in der Vermögensverwaltung. Die Entwicklung der SPPS in der Schweiz kann ohne Zweifel als Erfolgsgeschichte der Selbstregulierung in der Branche betrachtet werden.

¹¹² Vgl. Hoffmann 2003, S. 22.

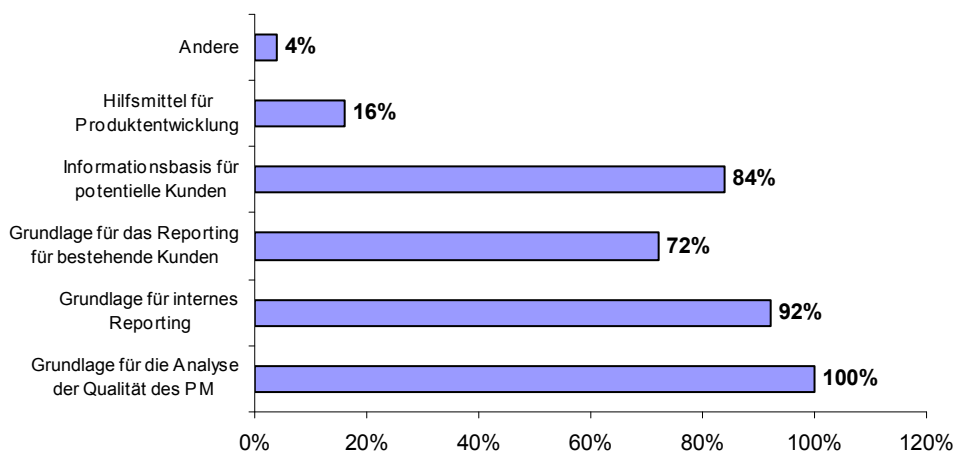
4 PRAKTISCHE HERAUSFORDERUNGEN IM BEREICH INVESTMENT PERFORMANCE

In diesem Kapitel werden die praktischen Problemstellungen und Herausforderungen sowie die aktuellen Entwicklungstendenzen im Bereich Messung und Präsentation der Investment Performance in der Schweiz dargestellt und analysiert. Dieses Kapitel basiert hauptsächlich auf den Ergebnissen der eigenen empirischen Erhebung, welche unter Investment Managern in der Schweiz durchgeführt wurde, sowie auf den Informationen aus den Experten-Interviews. Die Details zur Struktur der Umfrage sind im Kapitel 1.2.2 aufgeführt.

4.1 Rolle und Funktionen der Performance-Messung und -Analyse in der Praxis

Wie im Kapitel 2.2 dargelegt, wird die Performance-Messung und -Analyse von der Theorie als ein integrierter Bestandteil des Investment-Prozesses betrachtet und soll wichtige Funktionen in den Bereichen Investment Controlling, Investment Research sowie Marketing und Kommunikation wahrnehmen. Um die tatsächliche Situation in der Praxis zu erfahren, wurden die Investment Manager nach den Funktionen der Performance-Messung in ihren Firmen befragt. Auf Basis der eingegangenen Antworten präsentiert sich das folgende Bild (vgl. Abbildung 12):

Abb. 12: Funktionen der Performance-Messung und -Analyse in der Firma



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

Die Resultate zeigen, dass im Bereich Investment Controlling die Performance-Messung bei allen Respondenten eine wichtige Funktion innehat. So gaben 100% der Respondenten an, dass die Performance-Messung eine Grundlage für die Analyse der Qualität des Portfolio-Managements darstellt. Für die 92% ist sie auch die Grundlage für internes Reporting und Quelle nützlicher Kennzahlen für das interne Management-Informationssystem. Im Bereich der externen Kommunikation hat die Investment Performance ebenfalls eine prominente Rolle als Informationsbasis für potentielle und bestehende Kunden.

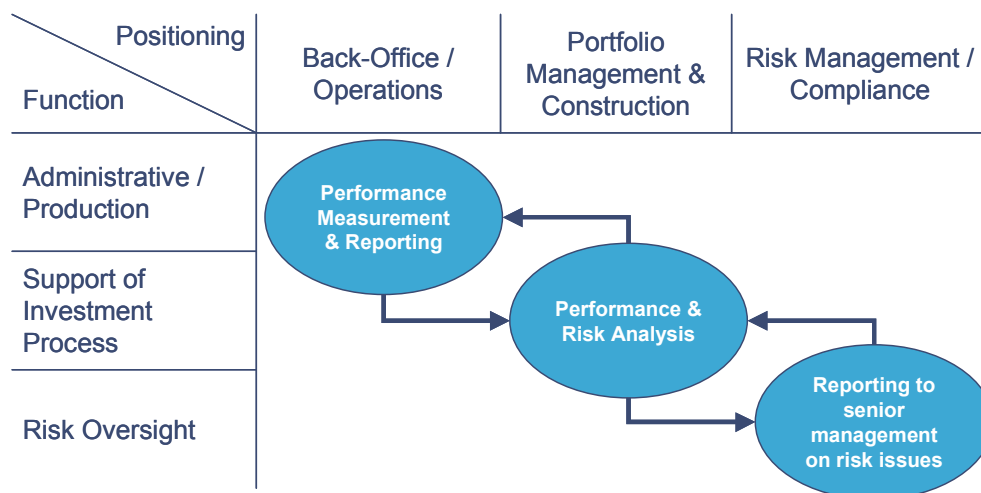
Im Bereich Investment Research präsentiert sich jedoch ein anderes Bild. Nur gerade 16% der Befragten sehen die Funktion der Performance-Messung und -Analyse als Hilfsmittel für die Produkteentwicklung (bspw. für das Back-Testing neuer Anlageprodukte).

Unter anderen Funktionen der Investment Performance wurde auch die Rolle in der internen Aus- und Weiterbildung genannt.

Offensichtlich werden die Einsatzmöglichkeiten der Investment Performance in der Branche noch nicht überall vollständig ausgenutzt. Einer der möglichen Gründe dafür liegt u.a. in der nicht immer adäquaten Positionierung des Investment-Performance-Teams innerhalb der Organisation, und zwar wird dieses Team organisatorisch öfters in einer bestimmten Einheit angesiedelt, was die Wahrnehmung bereichsübergreifender Aufgaben erschwert. So befindet sich das Performance-Team bspw. im Back-Office und befasst sich in einem solchen Fall primär mit der Produktion der Performance-Kennzahlen und dem Reporting, ohne direkt in den Anlageprozess involviert zu werden.¹¹³

Gemäss der jüngsten globalen Erhebung von PwC werden die Performance-Spezialisten in einer Vermögensverwaltungsfirma üblicherweise entweder im Back-Office, in der Portfolio-Management-Abteilung oder im Risiko-Management angesiedelt, was folglich auch den Umfang deren Aufgaben und Funktionen bestimmt.¹¹⁴ Idealerweise sollten aber diese Funktionen in einen integrierten Prozess eingebunden werden und eine bereichsübergreifende Zusammenarbeit mit Organisationseinheiten sicherstellen (vgl. Abbildung 13).

Abb. 13: Einbettung des Investment-Performance-Teams in die Organisation der Firma



Quelle: Senik, Global Trends in Performance Measurement, 2004, S. 20.

¹¹³ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹¹⁴ Vgl. Brown 2004, S. 23–25.

Performance-Messung ist eine Schlüsselfunktion in einer Vermögensverwaltungsfirma, und als solche hat sie eine breitere Mission als lediglich ein Teil des Back-Office zu sein. Performance-Spezialisten können für die Optimierung des Anlageprozesses einen realen Mehrwert generieren, aus einem unparteiischen Blickwinkel die Leistung der Portfolio-Manager beurteilen und einen effektiven Beitrag zum Risiko-Management der Firma leisten.¹¹⁵

4.2 Problemstellungen bei der Performance-Messung

4.2.1 Anwendbarkeit der Renditen

Wie im Kapitel 2.3.1 demonstriert, existieren verschiedene Methoden zur Renditeberechnung, welche je nach der Behandlung der exogenen Kapitalflüsse unterschiedliche Aussagekraft haben. Die Hauptdiskussion über die Anwendbarkeitsbereiche der verschiedenen Renditearten entfaltet sich z. Z. vor allem rund um das Konzept „Manager-Rendite“ vs. „Kunden-Rendite“.¹¹⁶

Bei einer „Manager-Rendite“ ist es das Ziel, die Leistung des Portfolio-Managers zu demonstrieren. Darum wird die Rendite mittels der zeitgewichteten Methode (TWR) berechnet, wobei die Rendite vor Abzug der Kosten präsentiert wird, welche nicht direkt vom Portfolio-Manager beeinflusst werden – eine sog. Brutto-Rendite. Bei einer „Kunden-Rendite“ ist es das Ziel, das effektive, dem Kunden verfügbare Ergebnis der Vermögensverwaltung zu ermitteln. Darum wird die Rendite mittels der geldgewichteten Methode (MWR) berechnet, wobei die Rendite nach Abzug aller Kosten der Vermögensverwaltung präsentiert wird – eine sog. Netto-Rendite (vgl. auch Kapitel 2.3.1.5 für weitere Details).

Bei der durchgeführten Umfrage wurden die Investment Manager auf diese Problematik angesprochen.

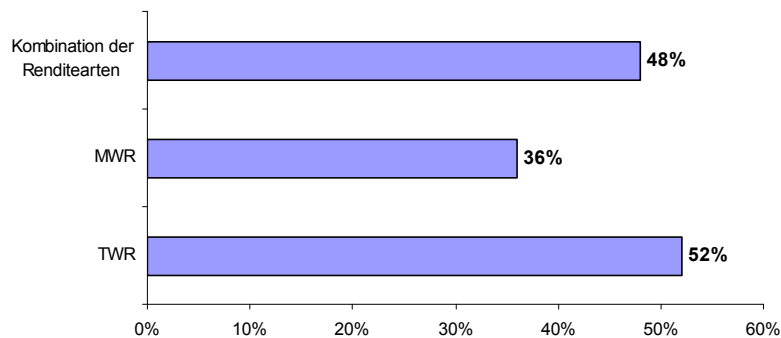
Die nachfolgende Abbildung 14 präsentiert zuerst, welche Renditeberechnungsmethoden in der Schweiz in der Praxis angewendet werden. Dieses Resultat bestätigt, dass es heute eine gängige Praxis ist, eine TWR-Rendite sowohl für potentielle als auch für bestehende Kunden zu berechnen und zu präsentieren. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die TWR-Rendite nicht von der Grösse des investierten Portfolios beeinflusst wird und sich darum besser mit anderen Investment Managern und mit Benchmarks vergleichen lässt. Es wäre jedoch auch sinnvoll, spezifisch für bestehende Kunden eine MWR-Rendite zu präsentieren, da sie die Entscheide des Kunden bezüglich der Grösse und des Zeitpunkts der Mittelflüsse reflektiert und mit dem absoluten Gewinn bzw. Verlust im Portfolio konsistent ist. In dieser Hinsicht stellt eine MWR-Rendite die „wahre“ Kunden-Rendite dar.¹¹⁷

¹¹⁵ Vgl. Bacon 2004, S. 2.

¹¹⁶ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹¹⁷ Vgl. Illmer / Marty 2003, S. 42–43

Abb. 14: Arten der Renditen, welche in der Praxis in der Schweiz berechnet werden

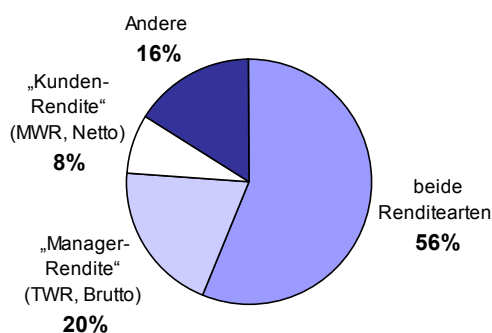


Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

Die Resultate der Umfrage zeigen, dass die schweizerischen Investment Manager dieser Meinung grundsätzlich zustimmen – die Mehrheit der Respondenten spricht sich für die Präsentation der beiden Renditearten aus (vgl. Abbildung 15). Jedoch fast niemand (8%) würde allein die MWR-Rendite präsentieren, ohne auch die Manager-Leistung mittels der TWR-Rendite zu demonstrieren. Einige Respondenten sind der Meinung, dass das Verständnis der Kunden für die Unterscheidung zwischen Renditearten noch nicht ausreichend vorhanden ist und somit der Ausweis der MWR-Rendite nur mit einer entsprechenden Erklärung der Unterschiede erfolgen sollte. Überdies werde die „Manager-Rendite“ bevorzugt, da die Konkurrenz vermutlich auch diese veröffentliche und somit ein allfälliger Vergleich „fairer“ stattfinden könne.

Abb. 15: Meinungen zur Frage, ob es sinnvoll ist, bei der Performance-Präsentation für einen bestehenden Kunden sowohl eine „Manager-Rendite“ als auch eine „Kunden-Rendite“ auszuweisen



Quelle: eigene Erhebung.

Einige wenige Respondenten (Kategorie „Andere“ in Abbildung 15) vertreten auch die Meinung, dass der gesonderte Ausweis einer „Manager-Rendite“ und einer „Kunden-Rendite“ für bestehende Kunden nicht mittels der TWR- resp. MWR-Methode erfolgen sollte, sondern lediglich durch eine differenzierte Behandlung der Vermögensverwaltungsgebühren. Und zwar

sollte bestehenden Kunden eine zeitgewichtete TWR-Rendite sowohl vor Abzug als auch nach Abzug der Vermögensverwaltungsgebühren präsentiert werden.

Ein weiteres Problem stellt die Tatsache dar, dass die Problematik der Präsentation einer „Kunden-Rendite“ z. Z. in den SPPS/GIPS nicht explizit behandelt wird, weil sich die Performance Presentation Standards der Performance-Präsentation für potentielle Kunden widmen. Diese fehlende Standardisierung der Berechnung und Präsentation der „Kunden-Rendite“ war für gewisse Investment Manager der Anlass, die Berechnung der MWR-Renditen ganz abzustellen. Dies entspricht schlussendlich auch nicht den Interessen der potentiellen Kunden, weil diese nach der Vergabe des Vermögensverwaltungsmandates nicht nur an der „Manager-Rendite“, sondern auch an der „Kunden-Rendite“ interessiert sind. Aus diesem Grunde wurde die Meinung geäussert, dass in der Zukunft die GIPS auch die Performance-Präsentation für bestehende Kunden behandeln sollten.¹¹⁸

4.2.2 Berechnung der zeitgewichteten Rendite

Die zeitgewichtete Rendite (TWR) stellt das beste Mass der Leistung des Investment Managers dar und wird aus diesem Grunde auch von den SPPS/GIPS verlangt. Wie im vorherigen Kapitel dargelegt, streben darum die Investment Manager mehrheitlich die Präsentation der TWR-Rendite an. Dieser Wunsch ist allerdings nicht sehr einfach zu realisieren, vor allem was die Berechnung einer „echten“ zeitgewichteten Rendite betrifft.

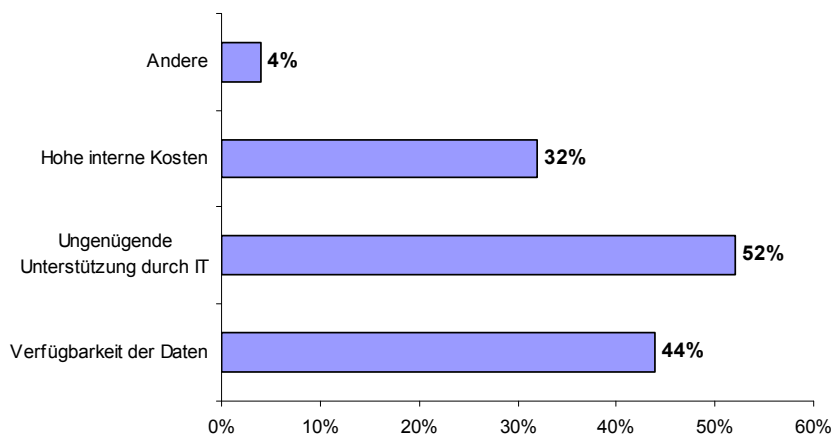
Für eine exakte Berechnung der zeitgewichteten Rendite ist die Kenntnis der externen Mittelzuflüsse und -abflüsse, ihrer Zeitpunkte und der Portfolio-Bewertung zu den entsprechenden Zeitpunkten erforderlich. Effektiv kann es bedeuten, dass bspw. bei täglichen Mittelflüssen eine tägliche Bewertung des Portfolios erforderlich ist. Die Ermittlung und Erfassung dieser Daten auf Tagesbasis in den Performanceberechnungssystemen ist mit einem erheblichen Aufwand verbunden und, vor allem bei einer grossen Anzahl der verwalteten Portfolios, nicht einfach realisierbar. Für eine tägliche Portfolio-Bewertung ist bspw. die Erfassung von Beständen und Tageskursen aller einzelnen Wertschriften im Portfolio notwendig, was die Anzahl der zu verarbeitenden Datenfelder vervielfacht. Gemäss einer Erhebung von PwC verwendeten im Jahre 2003 nur 42% der Investment Manager in der Schweiz eine exakte („echte“) zeitgewichtete Renditeberechnungsmethode.¹¹⁹

Bei der im Rahmen der vorliegenden Arbeit durchgeführten eigenen Erhebung wurden die Investment Manager auf praktische Probleme bei der Messung der zeitgewichteten Renditen angesprochen. Unter den grössten Hindernissen wurden dabei die ungenügende Unterstützung der TWR-Renditemessung durch IT-Systeme sowie die mangelhafte Verfügbarkeit der zugrunde liegenden Portfoliobewertungsdaten genannt (vgl. Abbildung 16).

¹¹⁸ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹¹⁹ Vgl. PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 17.

Abb. 16: Die grössten Probleme bei der Messung einer echten zeitgewichteten Rendite



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

In der Praxis werden aus diesem Grunde häufig Annäherungsverfahren eingesetzt. So lassen auch die Performance Presentation Standards mehrere Hybridverfahren zu. Zum Beispiel werden in der Praxis die Renditen monatlich mittels der Modified-Dietz-Methode berechnet (wie im Kapitel 2.3.1.2 demonstriert, braucht es bei dieser Methode keine Portfolio-Bewertung am Tag jedes externen Cash-Flows). Anschliessend werden die monatlichen Renditen multiplikativ miteinander in eine Quartals- bzw. Jahresrendite verknüpft. Mit dieser multiplikativen Verknüpfung kommt dann die eigentliche zeitgewichtete Methodologie zur Anwendung.¹²⁰

4.2.3 Berücksichtigung des Anlagerisikos bei der Performance-Messung

In der klassischen Definition des Begriffes „Performance“ versteht man darunter eine Kombination der Anlagerendite und des Anlagerisikos.¹²¹ In der Praxis wird allerdings oft effektiv nur eine Rendite gemessen und präsentiert, ohne die Risikoaspekte dabei ausreichend zu berücksichtigen. Wenn die Risikokennzahlen auch berechnet werden, werden sie häufig getrennt und ohne explizite Verbindung mit der Rendite präsentiert.¹²²

Aus der durchgeführten Erhebung ergab sich, dass die Risikomasse wohl eine wichtige Rolle bei den schweizerischen Investment Managern geniessen (vgl. Abbildung 17). Am meisten (92% der Respondenten) wird die Volatilität der Rendite über Zeit mittels einer annualisierten Standardabweichung der Periodenrenditen berechnet, wodurch das absolute Risiko des Portfolios gemessen wird. Der Tracking Error wird ebenfalls häufig eingesetzt (64% der Respondenten). Diese Kennzahl wird in der Praxis von Investment Managern angewendet, welche sich in ihrer Anlagestrategie an einem bestimmten Benchmark orientieren (bspw. einem Marktindex) und

¹²⁰ Vgl. PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 17.

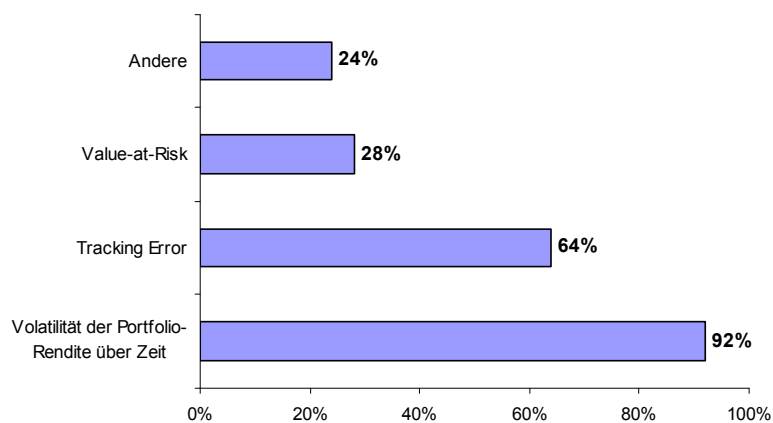
¹²¹ Illmer / Senik 2004, S. 47.

¹²² Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

dadurch die Konsistenz der Umsetzung der Anlagestrategie sowie das Ausmass der Abweichung gegenüber dem Strategie-Benchmark messen wollen.¹²³

Im Gegenteil genießt das Value-at-Risk-Mass (VaR), wie die Ergebnisse der Umfrage zeigen, eine geringere Popularität bei Investment Managern. Der VaR misst den grösstmöglichen Verlust im Anlageportfolio unter normalen Marktbedingungen über eine bestimmte Zeitperiode bei einem bestimmten Konfidenzintervall.¹²⁴ Nicht zuletzt spielen hier wohl solche Faktoren eine Rolle wie mangelhafte Unterstützung der Berechnung durch IT-Systeme, kostspielige Verarbeitung grosser Mengen von Daten sowie methodologische Probleme (bspw. die Stabilität der zugrunde liegenden Varianz-Kovarianz-Matrix, fragliche Annahmen über die Normalverteilung der Renditen, etc.).¹²⁵ Überdies existieren mehrere Methoden für die Berechnung des VaR, was die Vergleichbarkeit dieser Kennzahlen zwischen Investment Managern erschwert.¹²⁶

Abb. 17: Welche Risikomasse werden am häufigsten berechnet



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

Dass die Aussagekraft vieler Risikomasse tatsächlich beschränkt ist, weil diese z.T. auf methodologischen Annahmen beruhen, die nicht immer der Realität entsprechen, kann nachgewiesen werden. Ein Paradebeispiel dafür ist die bei vielen Risikomasen implizierte Annahme, dass die zugrunde liegenden Renditen normalverteilt sind. Wie im Kapitel 2.3.1.7 demonstriert, sind die konventionellen *diskreten* Renditen jedoch nicht immer normalverteilt. Die Rendite, welche die Kriterien der Normalverteilung formell erfüllt, ist die *stetige* Rendite. Diese Renditeart sollte darum bei der Berechnung der Risikomasse verwendet werden, um die Aussagekraft zu erhöhen. Die Resultate der Umfrage zeigen jedoch, dass die Mehrheit der Investment Manager (54%) ihre Risikokennzahlen nur mit diskreten Renditen rechnet (vgl. Abbildung 18).

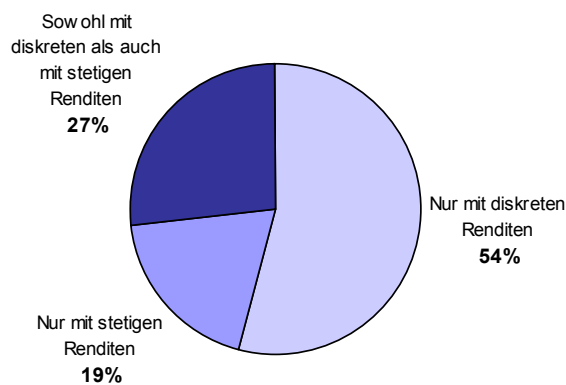
¹²³ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹²⁴ Vgl. Bacon 2004, S. 78.

¹²⁵ Vgl. SBVg, Comment on the GIPS Proposed Leverage & Derivatives Provisions, 2003, S. 3f.

¹²⁶ Vgl. Stocks / Ito 1997, S. 40.

Abb. 18: Auf Basis welcher Renditearten werden Risikomasse berechnet?



Quelle: eigene Erhebung.

Die Verwendung der diskreten anstatt von stetigen Renditen als Grundlage für die Risikomessung birgt wesentliche Probleme in sich. Zum Beispiel wird bei einer mit diskreten monatlichen Renditen berechneten annualisierten Volatilität das Anlagerisiko systematisch unterschätzt, weil der üblicherweise verwendete Annualisierungsfaktor (Quadratwurzel aus n Perioden) bei nicht normalverteilten Renditen eine Verzerrung (Unterschätzung) der tatsächlichen Jahresvolatilität verursacht.¹²⁷

Im Kapitel 2.3.1.8 wurde die theoretische Grundlage der risikoadjustierten Renditen diskutiert. Es wurde festgehalten, dass die Präsentation einer Rendite alleine keinen direkten Vergleich zwischen Investment Managern ermöglicht, weil sie nichts über das Risikoprofil des Portfolios aussagt. Darum muss die erzielte Rendite eines Portfolios im Verhältnis zum eingegangenen Risiko gesetzt werden. Dies wird mit der Berechnung der risikoadjustierten Renditekennzahlen erreicht.

Tab. 6: Status der Berechnung der risikoadjustierten Renditen

	Systematisch für alle Portfolios	Teilweise, nur für bestimmte Portfolios	Nein
Sharpe-Ratio	20%	48%	32%
Treynor-Ratio	12%	24%	64%
Information-Ratio	24%	40%	36%
Sortino-Ratio	4%	12%	84%

Quelle: eigene Erhebung.

Tabelle 6 zeigt die Resultate der Umfrage in Bezug auf die Berechnung der risikoadjustierten Renditen in der Schweiz. Nur ein Viertel der Respondenten ermittelt überhaupt eine risikoadjustierte Rendite systematisch für alle Portfolios. Die meistverbreiteten Arten der

¹²⁷ Vgl. Janssen 2002, S. 2f.

risikoadjustierten Rendite sind dabei die Sharpe-Ratio und die Information-Ratio (vgl. Kapitel 2.3.1.8 für Erklärungen zu diesen Kennzahlen).

Der Grund, weshalb die risikoadjustierten Renditen nur teilweise und nur für bestimmte Portfolios ermittelt werden, soll u.a. sein, dass diese Kennzahlen ein entsprechendes Fachwissen seitens des Kunden voraussetzen und darum nur auf Kundenanfragen bzw. für professionelle institutionelle Anleger präsentiert werden.¹²⁸

Die häufigere Anwendung der Sharpe-Ratio und der Information-Ratio dürfte darauf zurückzuführen sein, dass diese Kennzahlen relativ einfach aus den normalerweise vorhandenen zugrunde liegenden Daten (Portfolio-Rendite, Benchmark-Rendite bzw. risikofreier Zinssatz und Volatilität) hergeleitet werden können. Bei den anderen Arten der risikoadjustierten Renditen müssen hingegen zuerst das Portfolio-Beta (Treynor-Ratio) bzw. das Risiko der unterdurchschnittlichen Rendite (Sortino-Ratio) ermittelt werden. Überdies werden die Sharpe-Ratio und die Information-Ratio von vielen institutionellen Kunden als Teil des Standard-Reportings verlangt.¹²⁹

4.3 Problemstellungen bei Performance-Präsentation und -Reporting

Dieses Kapitel widmet sich den Ergebnissen der empirischen Untersuchung der Problemstellungen in Bezug auf Präsentation und Reporting der Investment Performance. Der Schwerpunkt der Erhebung lag dabei im Bereich der Übereinstimmung mit den Performance Presentation Standards (SPPS bzw. GIPS).

4.3.1 SPPS: Erwartungen und Realität

Von den Respondenten der durchgeführten Umfrage waren 76% in voller Übereinstimmung mit den SPPS bzw. GIPS, 16% waren im Prozess der Einführung der Standards, und die weiteren 4% gaben an, dass die Einführung der Performance Presentation Standards mittelfristig geplant ist.

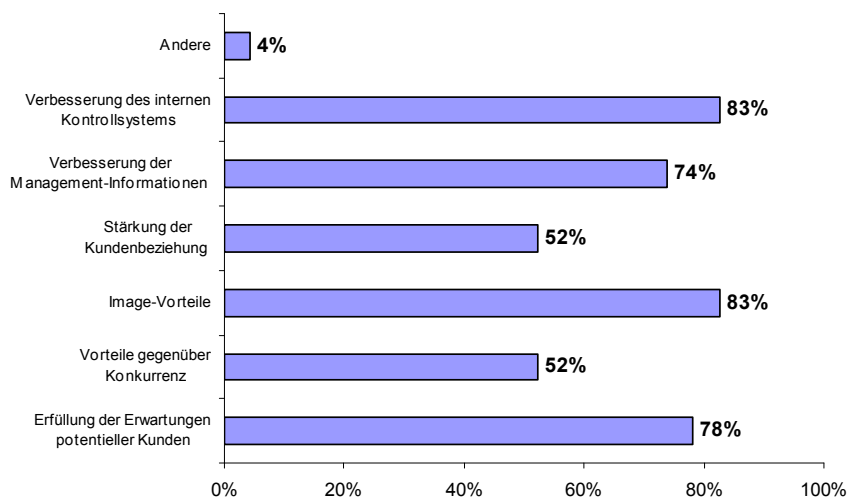
Von einem besonderen Interesse bei der vorliegenden Erhebung war deshalb die Frage, ob die Erwartungen der Investment Manager an die Übereinstimmung mit Performance Presentation Standards tatsächlich erfüllt wurden.

Durch die Einführung der Standards versprechen sich die Institute mehrere Vorteile. Es sind sowohl Vorteile interner Art, wie bspw. eine Verbesserung des internen Kontrollsystems und der Management-Informationen, als auch externe Vorteile, wie bspw. Image-Vorteile durch das aus der SPPS-Einführung entstandene Vertrauensbild und die Ethik sowie Vorteile bei der Akquisition von potentiellen Kunden (vgl. Abbildung 19).

¹²⁸ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹²⁹ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

Abb. 19: Erwartete Vorteile aus der Einführung der SPPS-Compliance

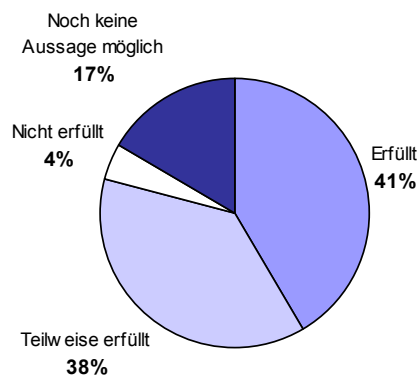


Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

In Bezug auf die weitere Frage, inwieweit diese Erwartungen erfüllt wurden, präsentiert sich zwar ein ernüchterndes, jedoch im Allgemeinen positives Bild. Wirklich enttäuscht mit den Resultaten der SPPS-Einführung sind nur 4% der Respondenten, wobei bei den anderen 17% zum heutigen Zeitpunkt noch keine Aussage diesbezüglich möglich ist (vgl. Abbildung 20).

Abb. 20: Inwieweit wurden die erwarteten Vorteile aus der SPPS-Compliance erfüllt?



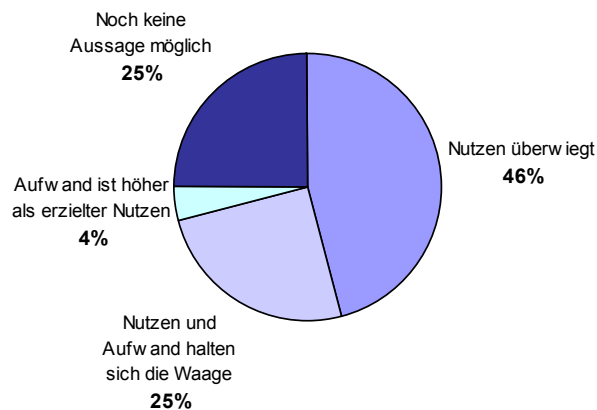
Quelle: eigene Erhebung.

Gemäss der 2003 in der Schweiz durchgeführten Umfrage von PwC wurden hohe Kosten von den Instituten, die nicht mit den Standards in Übereinstimmung waren, als einer der Hauptgründe (29%) für die Nicht-Übereinstimmung genannt.¹³⁰ In diesem Zusammenhang war es von Interesse, diese Problemstellung nun bei den Instituten zu untersuchen, die in Übereinstimmung mit den SPPS sind. Die Teilnehmer an der Umfrage wurden gefragt, ob der erzielte Nutzen den Aufwand der Einführung der Standards rechtfertigt. Obwohl, wie oben aufgezeigt, die

¹³⁰ Vgl. PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 10.

Erwartungshaltung nicht bei allen erfüllt wurde, präsentiert sich mehrheitlich ein positives Bild (vgl. Abbildung 21).

Abb. 21: Wird der Aufwand der Einführung und Aufrechterhaltung der SPPS/GIPS-Compliance durch den Nutzen gerechtfertigt?



Quelle: eigene Erhebung.

46% der Befragten sind der Ansicht, dass der eingetretene Nutzen der SPPS-Einführung überwiegt, 25% meinen immerhin, dass sich der Nutzen und der Aufwand die Waage halten, und nur 4% beurteilen den Aufwand höher als den erzielten Nutzen. Diese Ergebnisse sind als positiv zu bewerten (auch in Anbetracht der Tatsache, dass die Kosten der SPPS-Einführung bei den meisten Instituten in der Schweiz über CHF 100'000 betragen¹³¹) und sollten für die Institute, welche noch nicht oder erst im Prozess der Einführung der Standards sind, einen zusätzlichen Motivationsfaktor darstellen.

Schlussendlich liefert die Übereinstimmung mit den Performance Presentation Standards im Allgemeinen einen wesentlichen Beitrag zur Qualität der Vermögensverwaltung. Die SPPS-Compliance erlaubt es dem Investment Manager, den Anlageprozess adäquat zu beurteilen und zu steuern. Beispielsweise kann ein hohes Streuungsmass für eine Aggregation gleichartiger Portfolios (Composite) ein Indiz für einen wenig konsistenten Anlageprozess sein. So schaffen die Standards eine Voraussetzung für eine weitere Performance-Analyse des Anlageerfolges. Die systematische Beurteilung des Anlageerfolges und der Leistung der Portfolio-Manager ist eine Voraussetzung für die nachhaltige Prozessoptimierung und Qualitätssicherung. Und nach aussen signalisiert der Investment Manager Kompetenz und Reputation.¹³²

4.3.2 SPPS: Akzeptanz der Compliance

Die Performance Presentation Standards waren als Bestandteil eines allgemeinen ethischen Regelwerkes in der Vermögensverwaltungsbranche gedacht. Darum ist die Übereinstimmung mit den SPPS freiwillig, erfreut sich aber in der Schweiz trotzdem einer immer wachsenden Popularität (vgl. Kapitel 3.2).

¹³¹ Vgl. PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 29.

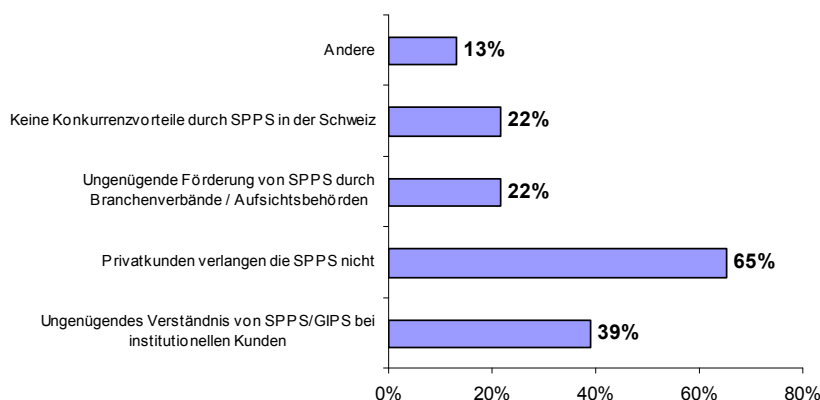
¹³² Vgl. Hoffmann 2003, S. 22.

Trotz dieser positiven Entwicklung und wachsenden Verbreitung der Performance Presentation Standards gibt es immer noch zahlreiche Institute, welche die Standards nicht einführen wollen. Wie im vorherigen Kapitel demonstriert, gibt es dafür mehrere Gründe, wie hoher Implementierungsaufwand sowie Befürchtungen, dass Erwartungen nicht erfüllt werden. Zusätzlich entstehen laufend Kosten der Aufrechterhaltung der SPPS-Compliance, wie bspw. zusätzliche Personalkosten, Kosten für den Unterhalt und Anpassung der IT-Systeme bei neuen Richtlinien der Standards, Kosten der wiederkehrenden unabhängigen Verifikation, etc. Diese Kosten sind nicht zu unterschätzen – gemäss der Erhebung von PwC beliefen sie sich 2003 bei 43% der befragten Investment Manager auf mehr als CHF 50'000 jährlich.¹³³ Ein Respondent in der eigenen Erhebung gab bspw. an, dass die SPPS-Compliance auch nach der Implementierung ein interner Überzeugungskampf bleibt, wobei die Pflichten der Compliance leicht in Vergessenheit geraten können.

Zudem besteht eine gewisse Zurückhaltung in Bezug auf eine transparente Präsentation der historischen Performance, welche aufgrund schlechterer Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt in den vergangenen Jahren allerdings nachvollziehbar ist. Bei einigen Instituten (vor allem im Private Banking) herrscht die Meinung, dass ein „schlechter“ historischer Performance-Track-Record mehr Nachteile und Erklärungsbedarf bei der Kundenakquisition schafft als den Nutzen aus der Einhaltung eines ethischen Branchenstandards.

Die Resultate der durchgeführten Umfrage bekräftigen diese Überlegungen (vgl. Abbildung 22). Als Hauptgrund für die ungenügende Akzeptanz der Standards in der Schweiz gaben die Respondenten (65%) die fehlende Erwartung seitens der Privatkunden an. Privatkunden seien nicht über die Vorteile von SPPS informiert, hätten ein geringeres Verständnis von Kennzahlen und Begriffen und seien nicht in der Lage, die präsentierten Ergebnisse zu interpretieren. Da das Geschäft mit Privatkunden zu einer der Kernkompetenzen der schweizerischen Vermögensverwalter gehört, haben solche Überlegungen natürlich eine negative Auswirkung auf die weitere Verbreitung der SPPS in der Schweiz.

Abb. 22: Die grössten Defizite in Bezug auf die Akzeptanz der SPPS in der Schweiz



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.
Quelle: eigene Erhebung.

¹³³ Vgl. PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 29.

Weiter wird von den Respondenten bemängelt, dass auch institutionelle Kunden bzw. ihre Investment Consultants die SPPS-Compliance zwar voraussetzen, den Gehalt der Standards aber nicht genügend gut verstehen und deren Weiterentwicklung schlecht verfolgen. Dadurch wird die Beurteilung des Investment Managers auf Basis der SPPS-Compliance zu einer reinen Formalität.

Da Investment Manager aufgrund der oben erläuterten Befürchtungen wegen „zu viel Transparenz“ mit der öffentlichen Erklärung der SPPS-Compliance oft zurückhaltend sind, entsteht logischerweise auch kein grosser Konkurrenzdruck. Wie ein Interviewpartner es formuliert hat, implementieren Investment Manager grundsätzlich Neuerungen nur dann gerne, wenn dies von Kunden verlangt wird oder die Konkurrenz das macht. Ansonsten werde die SPPS-Compliance als eine Sache betrachtet, welche nur kostet, aber keinen unmittelbaren Ertrag generiert. Allerdings glauben laut der durchgeführten Umfrage nur 22% der Respondenten, dass die SPPS auf dem Finanzplatz Schweiz keine Vorteile gegenüber der Konkurrenz bringen.

Dem weiteren möglichen Grund für die ungenügende Akzeptanz der SPPS in der Schweiz – dass die Aufsichtsbehörden bzw. Branchenverbände die SPPS-Compliance nicht ausreichend fördern – stimmen nur 22% der Respondenten zu. Dieses an sich positive Ergebnis dürfte auf das grosse Engagement der SBVg in diesem Bereich zurückzuführen sein. Weitere Branchenverbände, wie bspw. die Schweizerische Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung (SFAA) oder der Verband Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV), haben sich bisher weniger aktiv in der Förderung der Performance Presentation Standards engagiert.¹³⁴ Die SFAA hat zwar 2003 den sogenannten Information Standard for Analysts (ISfA) in der Schweiz herausgebracht. Der Gegenstand dieses Standards war aber nicht die Präsentation der Performance der Investment Manager, sondern die Messung der Performance der Empfehlungen von Finanzanalysten.¹³⁵

Vor diesem Hintergrund war die Frage von Interesse, ob die Übereinstimmung mit den Standards als obligatorisch erklärt werden sollte. Die Meinung der Umfrageteilnehmer fiel ziemlich deutlich aus, dass dies weiterhin auf freiwilliger Basis zu erfolgen hat (61% der Respondenten; vgl. Abbildung 23).

Die z. Z. fehlende Akzeptanz der Standards in der Vermögensverwaltung für Privatkunden wird in dem Ergebnis reflektiert, dass sich keiner der Respondenten für die obligatorische SPPS-Compliance in diesem Bereich ausgesprochen hat und nur 17% der Respondenten der Meinung waren, dass die SPPS-Compliance sowohl im institutionellen Asset Management als auch im Private Banking obligatorisch sein sollte.

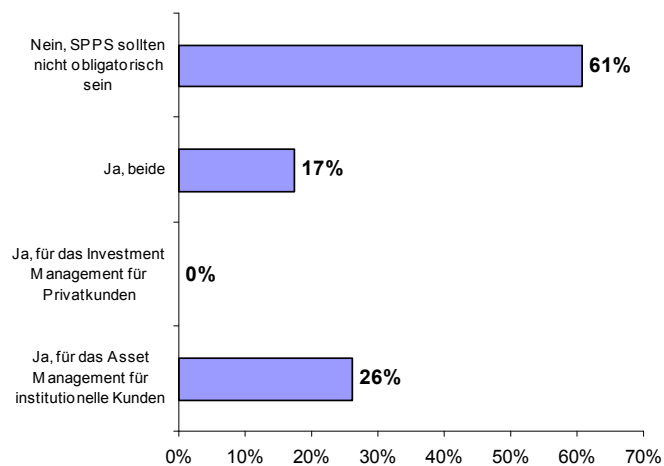
Ein Obligatorium wäre zwar wahrscheinlich ein weiterer Beitrag zur Verbesserung der Reputation des Finanzplatzes Schweiz. Jedoch ist ein solcher Vorschlag z. Z. aus mehreren Gründen kaum realisierbar. Erstens sind die praktischen Hindernisse (vor allem die Kosten der Übereinstimmung) nicht zu unterschätzen. Es besteht die Meinung, dass dadurch für kleinere Vermögensverwalter ein wesentlicher Nachteil entstehen kann, weil sie sich diesen Aufwand nicht leisten können.¹³⁶

¹³⁴ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹³⁵ Vgl. SFAA (Hrsg.) 2003, S. 3.

¹³⁶ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

Abb. 23: Meinungen der Respondenten, ob die Übereinstimmung mit den SPPS obligatorisch sein sollte.



Quelle: eigene Erhebung.

Ein weiteres Problem besteht darin, dass für die Einführung obligatorischer Standards der Gesetzgeber bzw. eine Aufsichtsbehörde zuständig wäre. Die Aufsichtsbehörden in der Schweiz (bspw. die Eidgenössische Bankenkommission [EBK]) hatten bisher die Übereinstimmung mit den Performance Presentation Standards nicht direkt behandelt, und es dürfte ein langer Prozess sein, bis die Aufsichtsbehörden auf dieses Thema sensibilisiert werden und entsprechende Massnahmen einleiten.¹³⁷

Auch stellt sich die Frage, wer die Einhaltung eines obligatorischen Standards überwachen soll. Realistischerweise müssten diese Rolle die Wirtschaftsprüfer übernehmen, was die Einführung einer obligatorischen Prüfung (SPPS-Verifikation) zur Folge hätte und dies von den Marktteilnehmern nicht oder nur schwerlich akzeptiert würde. Für die weitere Diskussion zum Thema Verifikation der SPPS-Compliance wird auf Kapitel 4.3.6 verwiesen.

Die Schlussfolgerung dürfte sein, dass es sich bei den Standards nach wie vor um ethische Richtlinien handeln sollte, welche unabhängig vom Gesetz freiwillig eingehalten werden. Ein Investment Manager, welcher nicht in Übereinstimmung mit den Standards ist, wird zwar nicht formell bestraft, kann aber möglicherweise in der Zukunft auf dem Markt Nachteile erlangen, wenn die Standards sich weiter als ein wichtiger Branchenstandard etabliert haben. Diesen ethischen Gehalt der Standards hat das CFA Institute als globaler Sponsor der GIPS vor kurzem dadurch bekräftigt, dass die Performance Presentation Standards einer spezialisierten Stelle im neu gegründeten CFA Centre for Financial Market Integrity unterstellt wurden, welches sich mit Ethik und Integrität in der Vermögensverwaltungsbranche befassen wird.¹³⁸

Ein Potential in Bezug auf die Akzeptanz der Standards stellt deren Ausweitung auf weitere Geschäftssegmente in der Vermögensverwaltung, bspw. auf den Bereich Alternative Investments. Diese Frage wurde im Rahmen der Interviews mit den Experten diskutiert, woraus sich folgende Erkenntnisse feststellen liessen:

¹³⁷ Vgl. Aussage eines Interviewpartners

¹³⁸ Vgl. <http://www.cfainstitute.org/cfacentre/ips/index.html>, 20.12.2004 (Abfragedatum)

Es wurde eine allgemeine Meinung geäussert, dass der Bereich Alternative Investments (bspw. Private Equity, Immobilienanlagen, Hedge Funds) z. Z. für Kunden oft nicht transparent genug ist. Eine Ausweitung der Standards auf dieses Gebiet wäre für den Investor sicherlich von grossem Vorteil.

Private Equity

Private-Equity-Anlagen beziehen sich auf Investitionen in nicht börsenkotierte Unternehmen, die sich in verschiedenen Stadien der Geschäftsentwicklung befinden. In den letzten zehn Jahren haben Private-Equity-Investitionen eine starke Verbreitung erfahren. Anfänglich noch ein Nischenprodukt, sind sie zu einer beliebten Anlagekategorie für private und institutionelle Investoren weltweit geworden. Diese neuen Investoren verlangen eine transparentere Offenlegung und fordern eine Vergleichsmöglichkeit von verschiedenen Private Equity Managern.¹³⁹

Als Antwort auf diese Bedürfnisse hat das IPC die sog. GIPS Private Equity Provisions erarbeitet, welche sich mit der Präsentation der Performance-Resultate der Private-Equity-Anlagen befassen und per 1. Januar 2006 in Kraft treten werden¹⁴⁰. In der Schweiz kommen die Private Equity Provisions in der Tat jedoch noch nicht zur Anwendung, da die SPPS-Compliance unter den Private Equity Managern noch nicht populär ist. Damit diese zur Einführung der Standards motiviert werden, müsste man sie über die SPPS aufklären und ihnen den damit verbundenen Nutzen aufzeigen. Ergänzend sollte auch vermehrt Druck von der Investorensseite ausgeübt werden.

Immobilienanlagen

Für Immobilienanlagen wurden vom IPC ebenfalls separate Richtlinien – die GIPS Real Estate Provisions – verabschiedet, welche per 1. Januar 2006 in Kraft treten werden¹⁴¹. Diese Richtlinien gelten für alle Immobilienanlagen, bei welchen die Erträge aus dem Besitz, Handel, der Entwicklung oder der Verwaltung von Immobilien stammen. Diese Ausweitung der Standards auf Immobilienanlagen ist grundsätzlich positiv zu beurteilen. Doch leider ist die SPPS-Compliance unter Immobilien-Managern in der Schweiz derzeit sehr gering, zumal früher in den Standards auch keine auf die Bedürfnisse der Immobilienanleger zugeschnittene Wegleitung zur Performance-Präsentation existierte. Durch die GIPS Real Estate Provisions erhofft man sich nun neue Impulse und Schaffung neuer Anreize. Ähnlich wie im Bereich Private Equity sollte es sich dabei um eine Kombination von Aufklärungsarbeit und Druck von Investoren handeln.

Hedge Funds

Bezüglich Bestimmungen über die Performance-Präsentation für Hedge Funds ist in der Vermögensverwaltungsbranche ein klares Bedürfnis vorhanden und ein Interesse der Institute an den Standards zu spüren. Im gegenwärtigen Regelwerk fehlen allerdings die Grundlagen dafür

¹³⁹ Vgl. PwC (Hrsg.), Global Trends in Performance Measurement, 2004, S. 26.

¹⁴⁰ Vgl. IPC (Hrsg.), Private Equity Provisions for the GIPS Standards, 2003, S. 4.

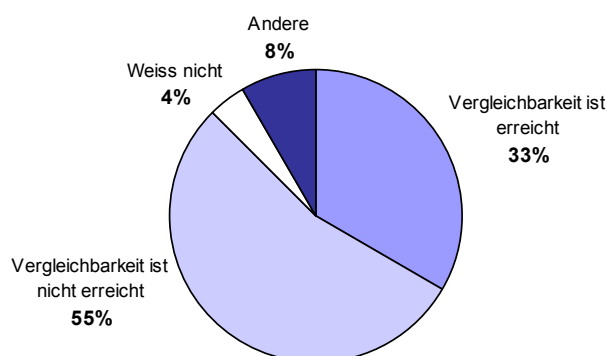
¹⁴¹ Vgl. IPC (Hrsg.), Real Estate Provisions for the GIPS Standards, 2003, S. 1.

bzw. werden die Besonderheiten der Hedge Funds nicht berücksichtigt. Beispielsweise bestehen Probleme bei der von den Standards vorgeschriebenen, mindestens monatlichen Portfolio-Bewertung (viele Hedge Funds liefern Bewertungen nur quartalsweise). Weiter ergeben sich Schwierigkeiten bei der Auswahl von geeigneten Benchmarks für Hedge Funds. Der IPC hat diese Probleme erkannt und erarbeitet z. Z. eine Richtlinie für die Performance-Präsentation bei Hedge Funds, welche in Form eines GIPS Guidance Statements erlassen werden soll.¹⁴²

4.3.3 *SPPS: fehlende Vergleichbarkeit*

Die Performance Presentation Standards haben in der Vermögensverwaltungsbranche ohne Zweifel einen wesentlichen Beitrag zur erhöhten Transparenz geleistet. Dennoch stellt sich die Frage, ob auch weitere beabsichtigte Ziele erreicht worden sind. Eines von diesen Zielen war die Vergleichbarkeit der Performance und somit der Leistung verschiedener Investment Manager. Diese Frage wurde im Rahmen der durchgeführten Umfrage an die Teilnehmer gestellt.

Abb. 24: Ist das Ziel der Vergleichbarkeit der Performance verschiedener Investment Manager erreicht?



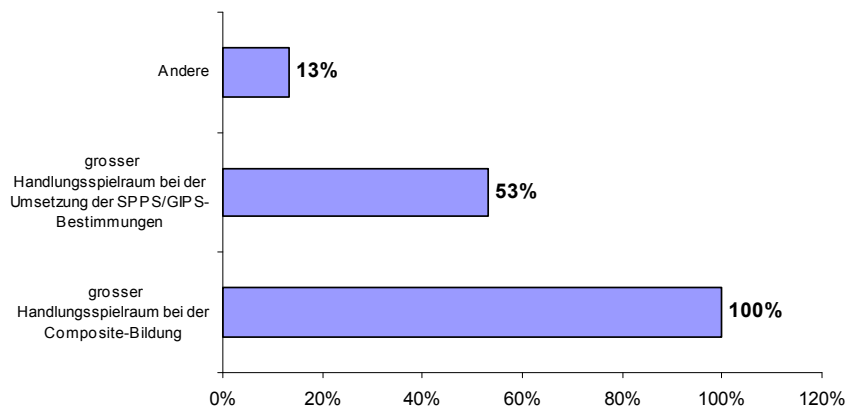
Quelle: eigene Erhebung.

Das Ergebnis zeigt ein eher ernüchterndes Bild – nur ein Drittel der Respondenten ist der Meinung, dass die Vergleichbarkeit erreicht worden ist (vgl. Abbildung 24). Ganze 55% der Respondenten geben an, dass dieses Ziel verfehlt wurde. Unter anderen Kommentaren wurde auch die Meinung geäußert, dass das Ziel der Vergleichbarkeit nur in gewissen Marktsegmenten (bspw. in der Vermögensverwaltung für institutionelle Kunden) erreicht worden sei. In der Vermögensverwaltung für Privatkunden hingegen ist die Vergleichbarkeit noch nicht gegeben.

Die Respondenten wurden weiter nach den Gründen der fehlenden Vergleichbarkeit befragt. Es kristallisierten sich die zwei Hauptgründe dafür heraus (vgl. Abbildung 25).

¹⁴² Vgl. http://www.cfainstitute.org/standards/pps/gips_status.html, 27.12.2004 (Abfragedatum)

Abb. 25: Gründe für die fehlende Vergleichbarkeit der Performance-Präsentationen



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

Einerseits liegt der Hauptgrund darin, dass die Standards einen grossen *Spielraum bei der Bildung der Composites* ermöglichen. Ein Composite ist der Hauptgegenstand der Performance-Präsentation nach den SPPS und stellt eine Aggregation der nach einer vergleichbaren Anlagestrategie verwalteten Portfolios dar. Da viele Anlageprodukte in der Branche jedoch nicht einheitlich standardisiert sind, ist der Vergleich zwischen den auf Basis dieser Anlageprodukte gebildeten Composites schwierig. Nach der Meinung eines Respondenten wird eine faire Vergleichbarkeit wegen der Möglichkeit „subjektiver“ Composite-Definitionen nicht erreicht. Sogar innerhalb eines Anlageproduktes (wie bspw. „Aktien Schweiz“) kann die Umsetzung der Anlagestrategie je nach Investment Manager unterschiedlich sein.

Bei institutionellen Kunden sind die Vielfalt der Anlagestrategien und sehr individuelle Anlage-richtlinien zu nennen. Dies führt dazu, dass die Portfolio-Renditen innerhalb eines Composites eine hohe Dispersion aufweisen, wodurch die ausgewiesenen Performance-Informationen nur beschränkt aussagekräftig sind. Zudem wird der Prozess der Composite-Definition durch das Vorhandensein der zahlreichen individuellen Anlagerichtlinien erheblich erschwert. Die einzelnen Portfolios sind zu unterschiedlich und lassen sich deshalb nur schwer einem Composite zuordnen. Es besteht auch das Problem mit sehr spezifischen Composites, die nur aus einem Portfolio bestehen und somit gar nicht vergleichbar sind.

Andererseits lassen die Standards den Instituten immer noch *Handlungsspielraum bei der Umsetzung der Richtlinien*, innerhalb welcher verschiedene Ansätze und Lösungswege zur Anwendung kommen können. Hier können solche Teilbereiche der Standards genannt werden, wie die Behandlung von Gebühren und Steuern, Methoden der Performance-Berechnung, die Periodizität der Performance-Messung, etc. Zum Beispiel erlauben die Standards z. Z. die Anwendung mehrerer Annäherungsverfahren zur zeitgewichteten Performance-Berechnung. Und zwar kann bis 1.1.2010 bspw. nebst der „echten“ TWR-Methode auch die Modified-Dietz bzw. die Modified-IRR-Methode auf Monatsbasis mit anschliessender geometrischer Verknüpfung der Renditen verwendet werden.¹⁴³ Bis zum Zeitpunkt der obligatorischen Einführung der

¹⁴³ Vgl. IPC (Hrsg.), GIPS Guidance Statement on Calculation Methodology, 2004, S. 4.

„echten“ TWR-Methode bleiben die SPPS-konformen Performance-Präsentationen nicht miteinander vergleichbar. Diese Flexibilität der Standards kann einerseits positiv gewertet werden, ist aber andererseits ein Faktor, welcher die Vergleichbarkeit erschwert.

Überdies wurde bemängelt, dass immer noch keine Instanz besteht, welche die vorhandenen Performance-Daten konsolidiert und dem Markt zur Verfügung stellt. Dazu gilt es zu bemerken, dass eine Initiative zur Schaffung einer zentralisierten Datenbank zwecks Konsolidierung der SPPS-Performance-Präsentationen der schweizerischen Investment Manager bereits in der SPPS-Expertengruppe der SBVg diskutiert wurde. Obwohl grundsätzlich befürwortet, wurde diese Initiative wegen organisatorischen Engpässen sowie Kostenaspekten bisher noch nicht umgesetzt.¹⁴⁴

4.3.4 SPPS: uneinheitliche Entwicklung

Seit dem Inkrafttreten der GIPS per 1.1.2000 und der Übernahme dieser Standards in einzelnen Ländern als nationaler Standard ist das SPPS-Regelwerk enorm gewachsen. Ursprünglich wurden zwar die Standards in Form von Prinzipien erstellt. Praktische Probleme bei der Umsetzung der Standards machten jedoch detaillierte Regelungen in einzelnen Teilbereichen unvermeidbar. In der Zwischenzeit sind elf neue zusätzliche Richtlinien (GIPS Guidance Statements) erlassen worden, und noch fünf befinden sich z. Z. in der Vernehmlassung.¹⁴⁵ Überdies wurden auch zahlreiche Fachinterpretationen zu einzelnen Fragestellungen durch das GIPS-Helpdesk erlassen. Das SPPS-Regelwerk wird dadurch immer umfassender.

Trotz diesem Auswuchs der Regelungen hört man immer noch kritische Stimmen seitens der Vermögensverwaltungsbranche, dass die Standards zwar sehr detaillierte und strenge Richtlinien in gewissen Bereichen geben (bspw. bezüglich der Behandlung der Gebühren bei Performance-Präsentationen), jedoch ziemlich oberflächlich in anderen Bereichen bleiben (bspw. bzgl. der Messung und Präsentation des Anlagerisikos).¹⁴⁶ Aus diesem Grunde wurde in der durchgeführten Umfrage diese Problematik untersucht.

Die Meinung der Respondenten präsentiert sich ziemlich gespalten (vgl. Tabelle 7). Grundsätzlich ist ungefähr die Hälfte der Respondenten der Ansicht, dass alle Teilbereiche der Standards adäquat und einheitlich abgedeckt werden, wobei die andere Hälfte diese Meinung nicht teilt.

¹⁴⁴ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹⁴⁵ Vgl. http://www.cfainstitute.org/standards/pps/gips_status.html, 27.12.2004 (Abfragedatum).

¹⁴⁶ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

Tab. 7: Beurteilung der Performance Presentation Standards in Bezug auf die Behandlung einzelner Themenbereiche

	Trifft zu	Trifft nicht zu
Die Standards behandeln alle Teilbereiche adäquat	52%	48%
Es besteht Uneinheitlichkeit in der Behandlung einzelner Bereiche	52%	43%
Der Bereich Messung und Präsentation des Anlagerisikos ist nicht adäquat abgedeckt	48%	43%
Die SPPS/GIPS-Bestimmungen sind mit einem grossen Auslegungsbedarf verbunden	61%	35%
Die Übersichtlichkeit der SPPS/GIPS-Bestimmungen muss verbessert werden	43%	52%

Quelle: eigene Erhebung.

Eine ähnliche Meinungsverschiedenheit zeigt sich in Bezug auf die Behandlung der Risikomes- sung und -Präsentation. Bezüglich der Aspekte des Anlagerisikos ergeben sich konkret bei den SPPS folgende Problemstellungen:

- Eine Präsentation der Risikomasse (wie Volatilität, Tracking Error, etc.) wird von den Standards z. Z. nur empfohlen.¹⁴⁷
- Es werden nur historische, *Ex-post*-Risikoaspekte behandelt, jedoch keine *Ex-ante*- Risikomessung. Das Risiko definiert sich jedoch über zukünftige Ungewissheit, d.h. die historischen Risikokennzahlen sind zwar interessant, messen aber, genau betrachtet, kein eigentliches zukünftiges Risiko.

Die Standards sollten somit die *Ex-ante*-Risiko-Präsentation im Sinne einer Offenlegungspflicht in der Zukunft behandeln.¹⁴⁸

Bei den Investment Managern besteht eine relativ hohe Einigkeit bzgl. der Frage, ob die SPPS- Bestimmungen mit einem grossen Auslegungsbedarf verbunden sind. Hier sind sich fast zwei Drittel der Respondenten einig, dass dies der Fall ist. Von Anfang an wurde diese Interpretationsbedürftigkeit bewusst beibehalten, um Investment Managern einen gewissen Spielraum bei der Umsetzung der Standards zu lassen. Die Erfahrung zeigte nämlich, dass zu eng definierte Vorschriften oftmals an der mangelnden Akzeptanz scheiterten. Überdies wurde die Möglichkeit, die Standards durch Interpretationen und separate Richtlinien flexibel weiterzuentwickeln, als vorteilhaft betrachtet.

Falls die Auslegung einer bestimmten Problemstellung im Sinne der Standards durch den Investment Manager selbst schwierig ist, besteht die Möglichkeit, eine entsprechende Anfrage an das GIPS-Helpdesk des CFA Institute zu richten. Die Erfahrungen zeigen jedoch, dass diese Instanz wegen der vielen Anfragen ziemlich überlastet ist und die Rücklaufzeiten lange sein

¹⁴⁷ Vgl. AIMR (Hrsg), Global Investment Performance Standards, 1999, §. II.5.B.2.

¹⁴⁸ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

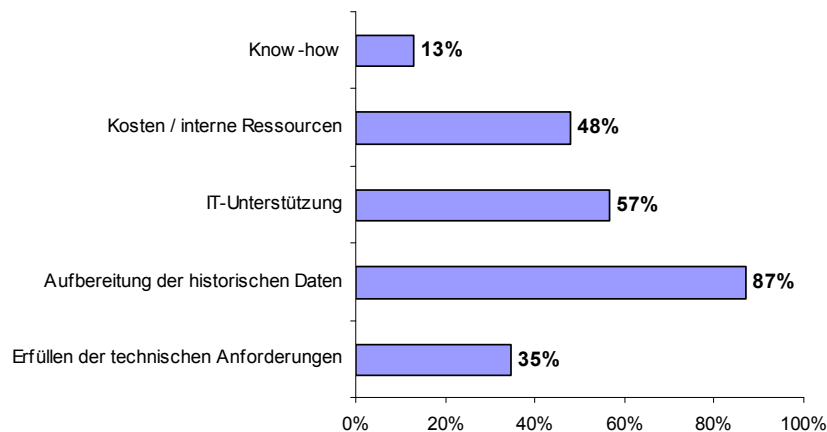
können. Darum werden sehr oft Wirtschaftsprüfungsfirmen als unabhängige Verifizierer der SPPS-Compliance bei Auslegungsfragen zu Rate gezogen.¹⁴⁹

Wenn das Ziel der Vergleichbarkeit erreicht werden soll, werden detaillierte Bestimmungen und Erläuterungen zu den Standards auch weiterhin notwendig sein. Ein potentielles Problem stellt hier die Übersichtlichkeit der Regelungen dar. Wie bereits im Kapitel 3.1.4 erwähnt, sind z. Z. die GIPS/SPPS-Richtlinien in mehreren Quellen enthalten (die Originalfassung der Standards, die Guidance Statements und die Fachinterpretationen). 43% der Respondenten glauben, dass die Übersichtlichkeit der Standards verbessert werden muss. Das CFA Institute hat dieses Problem erkannt und bereits 2002 ein GIPS Handbook veröffentlicht, welches alle Richtlinien der Standards in einer Quelle konsolidiert. Eine aktualisierte Auflage dieses Handbuchs soll 2005 verfügbar sein.

4.3.5 SPPS: Probleme bei der Umsetzung

Wie im vorherigen Kapitel erläutert, bestehen bei der Übereinstimmung mit den Performance Presentation Standards Probleme im Zusammenhang mit der Auslegung der Richtlinien. Allerdings sind dies leider nicht die einzigen Probleme, mit welchen Investment Manager bei der Umsetzung der SPPS-Compliance konfrontiert sind.

Abb. 26: Die grössten Probleme bei der Implementierung der SPPS-Compliance



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

Abbildung 26 zeigt, dass die Aufbereitung der für die Erklärung der SPPS-Übereinstimmung erforderlichen historischen Daten nach der Meinung der Respondenten das grösste Hindernis (87%) darstellt. Die Standards enthalten eine Anforderung, dass bei einer ersten Erklärung der Übereinstimmung ein Performance-Track-Record von mindestens fünf Jahren präsentiert werden muss, welcher zudem noch bestimmte Anforderungen an die Qualität erfüllen muss. Hier entsteht das Problem, dass die für die Präsentation dieser Performance-Historie notwendigen

¹⁴⁹ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

historischen Performance- und Administrationsdaten einzelner Portfolios *rückwirkend* aufbereitet werden müssen. Darüber hinaus müssen die während der letzten fünf Jahre liquidierten Portfolios auch aufbereitet werden. Falls diese Daten in IT-Systemen des Investment Managers in ungenügender Qualität bzw. gar nicht archiviert wurden, ist eine retroaktive Übereinstimmung mit den Standards effektiv nicht möglich. Die einzige Lösung kann unter Umständen nur sein, die notwendigen Daten von jetzt an laufend aufzubereiten, bis der erforderliche Performance-Track-Record von fünf Jahren vorhanden ist.

Ein weiteres Problem stellt gemäss den Umfrageteilnehmern (57%) die mangelhafte IT-Unterstützung dar. Eine erfolgreiche Einführung und Aufrechterhaltung der SPPS-Compliance ist ohne Einsatz spezialisierter professioneller IT-Applikationen nicht denkbar.¹⁵⁰ Dabei handelt es sich einerseits um ein IT-System zur Berechnung der Performance der einzelnen Portfolios. Andererseits wird noch eine IT-Applikation für die Bildung, Verwaltung und Berechnung der Composites sowie für das SPPS-Reporting benötigt (ein sog. Composite-Tool). Die Engpässe mit der IT-Unterstützung manifestieren sich konkret am häufigsten in folgenden Problemen (die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich auf die Aussagen der Interviewpartner):

Im Bereich der IT-Unterstützung der Berechnung der Portfolio-Performance besteht die grösste Herausforderung in der fehlenden bzw. ungenügenden Unterstützung bestimmter Anforderungen der Standards an die Performance-Berechnungs-Methoden, bspw. die Anwendung der zeitgewichteten Methode oder die Anwendung des Handelstag-Prinzips bei der Verbuchung der Wertschriftentransaktionen.

In Bezug auf die Unterstützung von Composite-Verwaltung und -Reporting liefern zwar die meisten IT-Lösungen die notwendigen Kennzahlen, sind jedoch oft im Bereich Reporting sehr rudimentär. Ein professionelles spezialisiertes Composite-Tool kostet relativ viel und wird auf dem Markt zudem in der Regel als eine „add-on“-Lösung angeboten (d.h. muss auf ein bestehendes Quellensystem aufgesetzt werden), was zusätzliche Schwierigkeiten mit der Kompatibilität und den Schnittstellen zur Folge haben kann.

Unter weiteren wesentlichen Problemen auf dem Wege zur SPPS-Compliance wurden hohe interne Kosten und Ressourcenbindung genannt (48%), welche vor allem mit der aufwendigen Aufbereitung der historischen Daten verbunden sind. Da die SPPS-Einführungsprojekte öfters von Portfolio Managern als eine Nebenaktivität durchgeführt werden, stellen sie vor allem eine zusätzliche Belastung zum Tagesgeschäft dar. Eine mögliche Lösung hier ist die Involvierung externer Berater (bspw. der zukünftigen Verifizierer der SPPS-Compliance). Diese Lösung entlastet zwar interne Ressourcen, hat aber auch Kostenfolgen, da entsprechende Beratungshonorare bezahlt werden müssen.

Bei Problemen in Bezug auf das Erfüllen der technischen Anforderungen (35%) ist bspw. die korrekte Umsetzung der Regeln bezüglich der Zuteilung der einzelnen Portfolios zu Composites zu nennen, welche bei einer grossen Anzahl der Portfolios problematisch sein kann.

¹⁵⁰ Vgl. PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 27.

Interessanterweise stellt das fehlende Fachwissen und Know-how kein grosses Problem in Bezug auf die SPPS-Compliance dar (nur 13% der Respondenten identifizieren dies als Problem). Dies dürfte wohl auf die grosse Aufklärungsarbeit zurückzuführen sein, welche von der SBVg in der Schweiz in den letzten Jahren geleistet wurde.

4.3.6 SPPS: unabhängige Verifikation

Die Verifikation im Kontext der Performance Presentation Standards bedeutet eine periodische und regelmässige Prüfung der Einhaltung der Standards durch einen unabhängigen Dritten (Verifizierer). Insbesondere wird überprüft und bestätigt, dass die bei der Präsentation der Composite-Performance der Firma angewendeten Grundsätze und Prozesse bezüglich der Bildung und Verwaltung der Composites sowie der Berechnung und Präsentation der Performance-Resultate auf Gesamfirmenebene in Übereinstimmung mit den Richtlinien der Standards sind.¹⁵¹

Durch die Bestätigung des unabhängigen Prüfers erhalten die Adressaten der Performance-Präsentationen zusätzliche Sicherheit, dass sämtliche Anforderungen der Standards erfüllt sind, sowie eine Gewissheit über die Qualität der SPPS-Compliance-Prozesse und der präsentierten Performance. Die Verifikation erhöht auch das Verständnis und die Professionalität des Investment Managers selbst. Die intern erreichten Vorteile einer Verifikation, wie bspw. verbesserte Kontrollprozesse sowie die Ausbildung der involvierten Mitarbeiter, sind ebenso nennenswert wie die erlangten externen Vorteile.¹⁵²

Eine Verifikation ist freiwillig. Die meisten Institute in der Schweiz lassen ihren SPPS-Compliance-Status von einer unabhängigen Drittpartei (i.d.R. von einer anerkannten Revisionsfirma) jedoch verifizieren.¹⁵³ Eine 2003 unter 14 Ländern durchgeführte Erhebung des IPC zeigte zudem, dass in 12 von diesen 14 Ländern über 75% der Investment Manager, welche die Übereinstimmung mit den Performance Presentation Standards erklärten, verifiziert waren.¹⁵⁴

Im Moment läuft eine Diskussion im Zusammenhang mit der Überarbeitung der GIPS, ob die Verifikation obligatorisch werden sollte. So wurde es in einem ersten Entwurf der revidierten GIPS vorgeschlagen, die Verifikation ab 2010 obligatorisch zu erklären.¹⁵⁵ Dieser Vorschlag hat viel Kritik ausgelöst. Den grössten Kritikpunkt in diesem Zusammenhang stellten die Kosten der Verifikation, welche Institute tragen müssten und welche nach der Meinung einiger Experten für kleinere Vermögensverwalter prohibitiv hoch sein und somit die weitere Verbreitung der Performance Presentation Standards behindern könnten.¹⁵⁶

Welche Gründe sprechen dann für eine obligatorische Verifikation (die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich auf die Aussagen der Interviewpartner)? Ein erster Grund liegt in

¹⁵¹ Vgl. AIMR (Hrsg.), Global Investment Performance Standards, 1999, § III.A.1.

¹⁵² Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹⁵³ Vgl. PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 24.

¹⁵⁴ Vgl. PwC (Hrsg.), Global Trends in Performance Measurement, 2004, S. 10.

¹⁵⁵ Vgl. AIMR (Hrsg.), Revising the GIPS Standards („Gold“ GIPS), 2004, S. 29.

¹⁵⁶ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

der internen Sicherheit der Qualität der SPPS-Compliance. Meistens zieht sich eine SPPS-Einführung über einen längeren Zeitraum hin. Dazu besteht beim Investment Manager am Anfang öfters kein ausreichendes Fachwissen über diese Materie. Eine unabhängige Prüfung der relevanten Prozesse bietet nicht nur den Adressaten der Performance-Präsentation zusätzliche Sicherheit, sondern auch dem Investment Manager selbst.

Ein weiterer Grund liegt in der Notwendigkeit der Überwachung der SPPS-Compliance, damit diese an Glaubwürdigkeit nicht verliert und Missbräuche verhindert werden. Überdies entwickeln sich die Standards kontinuierlich weiter und das Regelwerk wird immer umfassender. Es ist zwar eine Anforderung der Standards, sich regelmässig über die Neuerungen zu informieren, doch in der Praxis fehlt den verantwortlichen Personen oftmals die Zeit bzw. sie werden mit der Komplexität der Standards überfordert. Personelle Fluktuationen stellen ein weiteres Problem dar, wenn die verantwortlichen Personen das Institut verlassen und der Wissenstransfer nicht gewährleistet wird. So entsteht die Gefahr, dass ein Institut, welches den SPPS-Compliance-Status einmal erreicht hat, eventuell in der Zukunft, ohne sich dessen bewusst zu sein, diverse Anforderungen der Standards effektiv nicht mehr erfüllt.

Diese spannende Frage wurde darum bei der im Rahmen dieser Arbeit durchgeführten Erhebung auch untersucht. Das Resultat zeigte, dass die Mehrheit der Respondenten (70%) eine obligatorische Verifikation befürwortet. Die SBVg als der Country Sponsor der Standards in der Schweiz betrachtet die Verifikationspflicht grundsätzlich auch positiv. Allerdings kann eine obligatorische Verifikation jedoch nicht einfach „per Dekret“ eingeführt werden, wenn auch die meisten Marktteilnehmer sowie der Branchenverband dem zustimmen. Das Problem liegt nämlich darin, dass im Rahmen des gegenwärtig laufenden globalen Konvergenzprozesses (vgl. auch Kapitel 3.1.5) die Bestimmungen der Standards weltweit abgestimmt werden müssen. Heute gibt es sowohl Länder, welche eine obligatorische Verifikation bereits haben (bspw. UK), als auch Länder, welche gegen eine obligatorische Verifikation sind (bspw. USA). Darum wird in Bezug auf die Verifikation höchstwahrscheinlich ein Evolutionsprozess notwendig sein, im Rahmen dessen die unterschiedlichen Praktiken in den einzelnen Ländern zuerst angeglichen werden müssen.¹⁵⁷

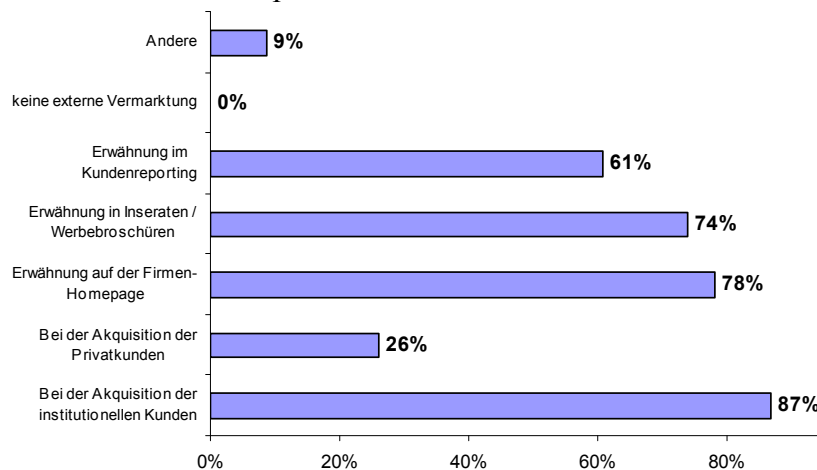
4.3.7 SPPS: Handlungsbedarf im externen Marketing

Eines der ursprünglichen primären Ziele der Performance Presentation Standards war die Schaffung der Vorteile bei der Akquisition der potentiellen Vermögensverwaltungskunden. Obwohl im institutionellen Asset Management eine grosse Mehrheit der Institute bereits in Übereinstimmung mit den Standards ist und diese auch in der Vermögensverwaltung für Privatkunden immer mehr verbreitet werden, werden der Compliance-Status und SPPS-konforme Performance-Präsentationen nur vereinzelt und passiv im externen Marketing eingesetzt.¹⁵⁸ Im Rahmen der durchgeführten Erhebung wurde darum untersucht, mittels welchen Marketing-Kanälen nach der Meinung der Investment Manager mit der SPPS-Compliance geworben werden sollte.

¹⁵⁷ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹⁵⁸ Vgl. PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 30.

Abb. 27: Meinungen der Respondenten bezüglich der möglichen Mittel zur Vermarktung der SPPS-Compliance



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

Als erstes erfreuliches Resultat kann hervorgehoben werden, dass keiner der Respondenten der Ansicht war, dass eine externe Vermarktung der SPPS-Compliance nicht notwendig ist (vgl. Abbildung 27).

Im Bereich der Vermögensverwaltung für institutionelle Kunden verfügen die Standards über einen bereits grossen Bekanntheitsgrad und werden als branchenüblich und selbstverständlich betrachtet. Dadurch werden zusätzliche umfangreiche Marketing-Aktivitäten als unnötig erachtet, da durch die weite Verbreitung der Standards kein Wettbewerbsvorteil gegenüber der Konkurrenz geschaffen werden kann. Stattdessen werden einfach die SPPS-konformen Performance-Präsentationen direkt bei der Kundenakquisition eingesetzt, was das Ergebnis der Erhebung auch bestätigt (87% der Respondenten).

Im Bereich der Vermögensverwaltung für Privatkunden, in welchem die Standards noch weniger populär sind, sind das Verständnis und das Wissen der Kundschaft in Bezug auf die SPPS-Compliance noch sehr gering. Darum wäre nach der Meinung der Investment Manager ein direkter Einsatz der SPPS-konformen Performance-Präsentationen bei der Kundenakquisition eher nicht sinnvoll (nur 26% der Respondenten befürworten dies), die Aufklärungsarbeiten allgemein wären jedoch durchaus vorteilhaft. Dies könnte bspw. im Rahmen der Vermarktung der Standards als „Qualitätssiegel“ betrieben werden, was über die Erwähnung auf der Firmen-Website, in Inseraten und Werbebroschüren sowie auf dem Kundenreporting erfolgen könnte.

Nach der Meinung der Interviewpartner müssten in einem ersten Schritt aber zuerst firmeninterne Marketingbestrebungen erfolgen. Die Erfahrung zeigt, dass im Privatkundenbereich neben den Kunden selbst auch die Kundenberater öfters ungenügende Kenntnisse von den Standards haben. In einer ersten Phase müssten die Kundenberater, welche das Bindeglied zwischen dem Vermögensverwalter und dem Kunden bilden, auf diese Thematik sensibilisiert und geschult werden. Überdies müssen oft die ganzen firmeninternen Marketing-Prozesse im Geiste der SPPS angepasst werden, sodass bspw. die Kundenberater mittels einer

internen Weisung verpflichtet werden, die SPPS-konformen Performance-Zahlen bei der Kundenakquisition einzusetzen.

Durch einen gezielten Einsatz von internen und externen Massnahmen könnte das Verständnis des Kunden verbessert werden. Da derzeit nur noch wenige Institute mit den SPPS als Qualitätssiegel werben, könnte bei einer umgehenden Umsetzung von konkreten und verständlichen Massnahmen ein Wettbewerbsvorteil gegenüber der Konkurrenz erlangt werden.

Um diesen Zweck zu unterstützen, wurden vom IPC vor kurzem spezielle Richtlinien (GIPS Advertising Guidelines) erlassen, deren Ziel es ist, eine einheitliche und verbindliche Grundlage für die Werbung und das Marketing mit dem GIPS-Compliance-Status zu schaffen.¹⁵⁹

4.3.8 SPPS: Integration in das regulatorische Umfeld

Die Performance Presentation Standards sind ein ethisches Regelwerk, welches durch Selbstregulierungsorganisationen der Vermögensverwaltungsbranche entwickelt und gefördert wird. In den USA und auch weltweit nimmt diese Rolle das CFA Institute wahr. In der Schweiz fungiert die SBVg mit einer spezialisierten Fachstelle als der sog. Country Sponsor der Standards. Wie bereits in den vorherigen Kapiteln erwähnt, ist dem grossen Engagement der SBVg die beträchtliche Popularität der Standards in der Schweiz zu verdanken. Weitere Branchenverbände in der Schweiz, wie bspw. die Schweizerische Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung (SFAA) oder der Verband Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV), haben sich bisher weniger aktiv in der Förderung der Performance Presentation Standards engagiert.

Die Selbstregulierungsorganisation der schweizerischen Anlagefonds – Swiss Funds Association (SFA) – hat sich in der letzten Zeit auch der Problematik der Performance-Messung und -Präsentation angenommen. Die SFA hat bereits im Jahr 2000 in ihren Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft kurz festgehalten, dass sich die Fondsleitungen und Vertreter ausländischer Fonds bei der Publikation von Performance-Daten an international anerkannte Standards halten.¹⁶⁰

Als Konkretisierung dieser Verhaltensregeln wurde im Jahre 2004 von der SFA eine umfassende Richtlinie erarbeitet, welche eine einheitliche Umsetzung der Anforderungen an die Berechnung und Veröffentlichung von Performance der Anlagefonds sicherstellen soll. Die Richtlinie hat folgende Zielsetzungen definiert:

- möglichst hohe Transparenz und Vergleichbarkeit der am schweizerischen Markt angebotenen Fonds,
- objektive und seriöse Information der Anleger,
- hohe Glaubwürdigkeit der am Markt stark beachteten Performance-Informationen.¹⁶¹

¹⁵⁹ Vgl. IPC (Hrsg.), GIPS Advertising Guidelines, 2003, S. 1.

¹⁶⁰ Vgl. SFA (Hrsg.), Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft, 2000, Ziff. 16 Abs. 1.

¹⁶¹ Vgl. SFA (Hrsg.), Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Fondsperformance, 2004, S. 1.

Die EBK hat diese Richtlinie, welche per 1. Oktober 2004 in Kraft trat, als Mindeststandard für Fondsleitungen und Vertreter ausländischer Anlagefonds anerkannt.

Im Gegensatz zu den SPPS ist die Einhaltung dieser Richtlinie für Fondsleitungen und Vertreter ausländischer Anlagefonds obligatorisch. Durch die Einführung der Richtlinie wird nun de facto proklamiert, dass die Berechnung der Performance der Anlagefonds grundsätzlich analog den Vorgaben der SPPS erfolgen muss. Einen wesentlichen Unterschied bildet jedoch die Tatsache, dass gemäss der SFA-Richtlinie eine reine Netto-Rendite nach Abzug aller Gebühren und Kosten ausgewiesen werden muss. Hingegen ist bei den SPPS die Präsentation einer Brutto-Rendite vor Abzug der Vermögensverwaltungsgebühren empfohlen. In Bezug auf die Offenlegung geht die SFA-Richtlinie weniger weit als die Performance Presentation Standards. So müssen bei der Publikation von Performance-Daten nach dieser Richtlinie (bspw. in Anlagefonds-Factsheets) viele von den SPPS verlangte oder empfohlene Informationen nicht offen gelegt werden (bspw. Informationen über das Anlagerisiko). Die Kompatibilität der SFA-Richtlinie mit den SPPS ist nicht klar adressiert. Die SFA erwähnt in ihrer Richtlinie nicht explizit die Performance Presentation Standards, obwohl auch Anlagefonds häufig Teil der SPPS-konformen Performance-Präsentationen sind.¹⁶²

Da die Standards die ethischen Normen sind, hatten bisher die Aufsichtsbehörden in der Schweiz (bspw. die EBK) die Übereinstimmung mit den SPPS in keinem offiziellen Dokument mit regulatorischem Charakter direkt behandelt. Grundsätzlich lässt sich festhalten, dass in der Schweiz z. Z. keine direkten gesetzlichen Regelungen bezüglich der Investment-Performance-Aspekte auf Gesetzesebene existieren. Die SBVg als der Förderer der Standards in der Schweiz bemüht sich jedoch, die Aufsichtsbehörden auf die Performance Presentation Standards aufmerksam zu machen. So hat die EBK vor kurzem einen Vertreter als Beobachter in die SPPS-Expertengruppe der SBVg entsandt. Die SBVg hofft, dass die EBK in der Zukunft aktiver im Bereich der Performance-Präsentation mitarbeiten wird.¹⁶³

Im Ausland sind Aufsichtsbehörden z.T. aktiver. So hat die Finanzaufsichtsbehörde in Grossbritannien – Financial Services Authority (FSA) – eine Richtlinie zur Präsentation der Investment Performance bei öffentlichen Kollektivanlagevehikeln (FSA Policy Statement 183 „Standardising Past Performance“) erlassen, welche per 1.6.2004 in Kraft trat.¹⁶⁴ In den USA betrachtet die Securities and Exchange Commission (SEC) fehlerhafte und irreführende Performance-Präsentationen als Verstösse gegen das Investment Advisers Act und definiert Regeln in Bezug auf die Performance-Werbung.¹⁶⁵

Den Teilnehmern an der durchgeführten Umfrage wurde die Frage gestellt, ob sie ein mögliches Einbinden der SPPS ins regulatorische/gesetzliche Umfeld befürworten. Die Meinung fiel klar aus: Die Mehrheit (78% der Respondenten) sieht die SPPS weiterhin nur als Bestandteil eines ethischen Regelwerks und nicht als Teil eines regulatorischen oder gesetzlichen Umfeldes.

¹⁶² Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

¹⁶³ Vgl. Martin 2003, S. 16.

¹⁶⁴ Vgl. <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/183>, 20.12.2004 (Abfragedatum).

¹⁶⁵ Vgl. AIMR (Hrsg.), US SEC Identifies Common Investment Adviser Compliance Problems, 2000, S. 7.

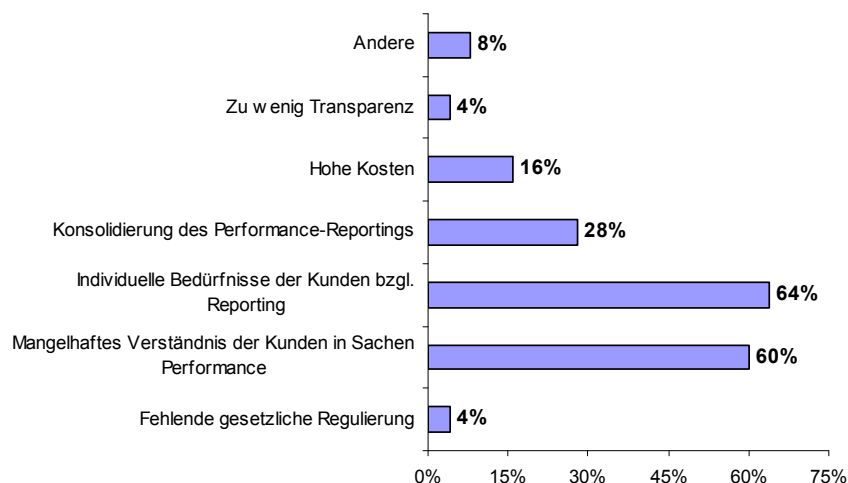
Als Grund für das Weiterführen der SPPS als ethische Normen wurden Vorteile identifiziert, wie bspw. die Möglichkeit einer flexiblen und unbürokratischen Weiterentwicklung der Standards in Anlehnung an die „Best Practice“. Überdies scheint es die Meinung zu geben, dass viele Bereiche in der Vermögensverwaltung bereits überreguliert seien, sodass eine weitere gesetzliche Regulierung auch im Bereich Investment Performance nicht notwendig sei.¹⁶⁶

4.3.9 Problemstellungen im Investment-Reporting für Vermögensverwaltungskunden

Gegenwärtig charakterisiert sich der Bereich des Investment-Performance-Reportings für individuelle Vermögensverwaltungskunden vor allem durch fehlende Regulierung und Standardisierung, was sowohl Vor- als auch Nachteile in sich birgt. Es gibt keine Anforderungen in den Performance Presentation Standards, welche die Präsentation von Informationen im Rahmen des individuellen Kundenreportings regeln. Im individuellen Kundenreporting können problemlos Grundsätze und Methoden angewendet werden, welche nicht in Übereinstimmung mit den SPPS sind, auch wenn das Institut formell die SPPS-Compliance erklärt.

Vorteile der fehlenden Regulierung sind allerdings die Flexibilität in der Ausgestaltung des Reportings sowie die Möglichkeit, auf individuelle Kundenwünsche einzugehen. Wohl aus dieser Überlegung scheint das Fehlen der gesetzlichen Regulierung die Respondenten der Umfrage nicht gross zu stören (nur 4% sehen dies als Problem; vgl. Abbildung 28).

Abb. 28: Hauptprobleme im Bereich Performance-Reporting für bestehende Kunden



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

¹⁶⁶ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

Als Hauptprobleme im Reporting für bestehende Kunden wurden folgende Aspekte genannt:

- Individuelle Bedürfnisse der Kunden bezüglich des Inhalts und der Form von Reporting (64%). Dies betrifft vor allem institutionelle Kunden und deren Investment Consultants, welche öfters spezielle Wünsche an die Performance-Analyse als Bestandteil des periodischen Reportings haben.
- Mangelhaftes Verständnis der Kunden in Sachen Performance, was vor allem die Privatkunden anbelangt (60%).
- Ein eher kleineres Problem stellt die Notwendigkeit der Konsolidierung des Reportings dar (28%), was öfters die Finanzinstitute betrifft, welche institutionellen Kunden nebst Vermögensverwaltung auch Depotführung anbieten und im Falle mehrerer Investment Manager das Reporting konsolidieren müssen.

Unter anderen Problemen wurden die Kosten des Reportings, die Integration von spezifischen Geschäftsfällen und Produkten (bspw. Derivaten, Leverage-Positionen, etc.) sowie die allgemeine Komplexität genannt, welche bedingt durch die Menge und den Detaillierungsgrad des Reportings entsteht.

Die Notwendigkeit einer gewissen Standardisierung in diesem Bereich ist allerdings in der Branche bereits erkannt worden. Im Moment befasst sich eine Arbeitsgruppe des EIPC mit der Erarbeitung einer möglichen Richtlinie zur Standardisierung des Kundenreportings. In einer ersten Phase soll ein Fragebogen geschaffen werden, welcher den Kunden ermöglicht, die richtigen und relevanten Fragen an ihre Vermögensverwalter in Bezug auf das Kundenreporting zu stellen. Ähnlich wie bei den SPPS versucht man bei der Erarbeitung dieser Grundsätze, dem Prinzip der fairen Präsentation und vollständigen Offenlegung gerecht zu werden.¹⁶⁷

Diese Initiative demonstriert, wie sich der ethische Gehalt der Performance Presentation Standards in abgewandelter Form auf neue Bereiche ausweiten lässt. Es sind nicht nur die Standards selbst, sondern auch deren Philosophie, die Prinzipien von fairer Präsentation und vollständiger Offenlegung, welche für die Branche und Vermögensverwaltungskunden in den letzten Jahren einen grossen Mehrwert geschaffen haben.

Überdies wird z. Z. unter den Performance-Experten in der Schweiz eine Initiative diskutiert, einen Round-Table zum Thema Kundenreporting zu lancieren, als Forum, an welchem die Problemstellungen in diesem Bereich diskutiert werden.¹⁶⁸

4.4 Performance-Analyse und -Attribution

Wie im Kapitel 2.3.2 erklärt, umschreibt der Begriff Performance-Attribution grundsätzlich den Prozess der Zerlegung der Anlagerendite und des Anlagerisikos eines Portfolios in die einzelnen Anlageentscheidungskomponenten zwecks Analyse des Mehrwerts des aktiven Portfolio-Managements und der Risikokomponenten der Anlagestrategie.

¹⁶⁷ Vgl. Senik, EIPC Initiative „Guidance for Recipients of Investment Reporting“, 2004, S. 3–4.

¹⁶⁸ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

Noch vor einigen Jahrzehnten wurde die Performance-Attribution als eine sehr komplexe und theoretische Materie wahrgenommen, welche kaum von Investment Managern selbst verstanden wurde, ganz zu schweigen von deren Vermögensverwaltungskunden. In der Zwischenzeit ist die Rendite- und Risiko-Attributions-Analyse zu einem wertvollen Instrument für die Beurteilung der Performance der Investment Manager und des Anlageentscheidungsprozesses avanciert und wird zu diesem Zweck von Vermögensverwaltern sowohl intern als auch extern verwendet.

Die steigende Popularität der Performance-Attribution bedeutet allerdings nicht, dass diese Materie an ihrer Komplexität und Herausforderung eingebüsst hat. Die letzten Jahre haben vielfältige neue Methoden und Konzepte in diesem Bereich gebracht. Überdies ist ein signifikanter Fortschritt in der IT-Unterstützung der Performance-Analyse gemacht worden, was generell zur wachsenden Verbreitung der Performance-Attribution beigetragen hat. Gleichzeitig hat das grössere Verständnis der Performance-Attribution jedoch eine gewisse Ernüchterung mit sich gebracht in dem Sinne, dass eine wirklich „perfekte“ Performance-Attributions-Analyse eine kostspielige und fast unrealistische Aufgabe sei.¹⁶⁹

4.4.1 Status der Performance-Attribution in der Schweiz

Im Jahre 2003 hat PwC eine Erhebung in der Schweiz durchgeführt, im Rahmen derer auch Fragen zum Thema Performance-Attribution behandelt wurden. Gemäss den Resultaten dieser Erhebung erachtete eine überwältigende Mehrheit der Respondenten die Performance-Attribution als ein sehr nützliches Instrument. Nichtsdestotrotz hatten nur 48% der Respondenten die Rendite-Attribution effektiv auch implementiert. Bei der Risiko-Attribution waren das gerade mal 30%.¹⁷⁰

Darum wurde diese Frage auch bei der im Rahmen dieser Arbeit durchgeführten Erhebung untersucht. Es ergab sich ein Resultat, welches ziemlich konsistent mit denen von PwC ist. Und zwar führen 40% der Respondenten eine Rendite-Attribution systematisch durch, und nur 24% führen auch eine Risiko-Attribution systematisch durch.

Der internationale Vergleich zeigt ebenfalls, dass die Performance-Attributions-Analyse bei schweizerischen Investment Managern immer noch weniger verbreitet ist als bei ihren ausländischen Kollegen. Gemäss der 2004 durchgeführten globalen Umfrage von PwC führen ca. 80% der Respondenten weltweit die Performance-Attributions-Analyse durch.¹⁷¹

Als Hauptmotive für den Einsatz der Performance-Attribution gelten grundsätzlich eine erhöhte Qualität der Management- und Anlageentscheidungs-Informationen sowie die Verbesserung des Kundenreportings. Daraus resultiert ein Marketingvorteil durch das erhöhte Vertrauen der Kunden. Auf dem Wege zur Performance-Attributions-Analyse liegen jedoch mehrere Stolpersteine, weshalb trotz den genannten Vorteilen immer noch nicht alle Investment Manager

¹⁶⁹ Vgl. Illmer / Senik 2004, S. 46.

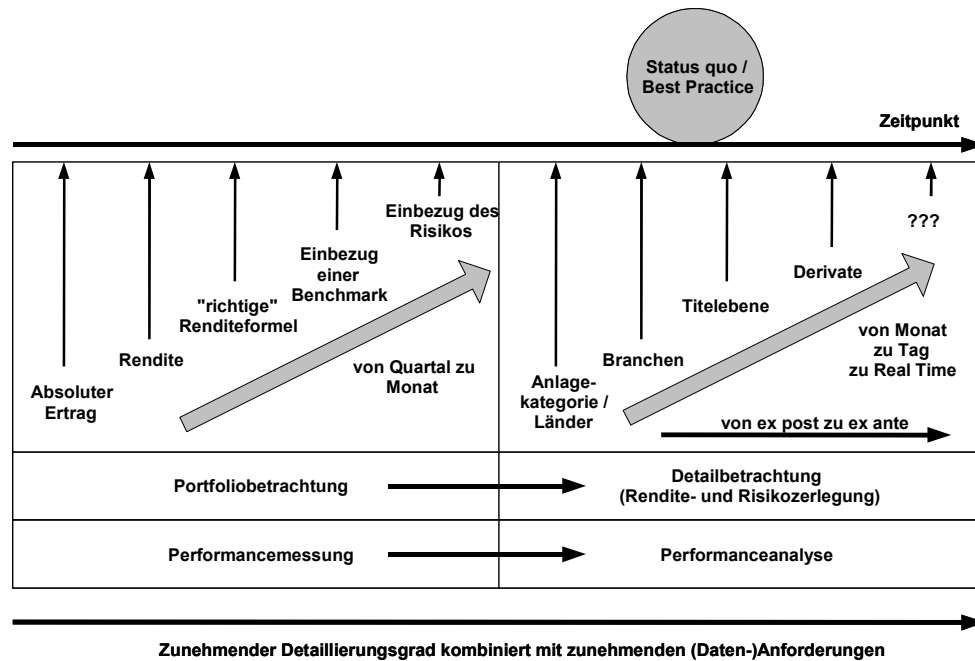
¹⁷⁰ Vgl. PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 32 und 42.

¹⁷¹ Vgl. PwC (Hrsg.), 2004 Global Trends in Performance Measurement, S. 19.

in der Schweiz die Performance-Attribution einsetzen. Über diese Problemstellungen wird im nächsten Kapitel diskutiert.

Der Begriff Performance-Attribution darf nicht pauschalisiert angewendet werden. Innerhalb der Performance-Attribution besteht eine Vielfalt von Konzepten und Ansätzen, welche bei einer Beurteilung des Status quo der Akzeptanz der Performance-Attribution berücksichtigt werden müssen. Dies kann mittels des folgenden Diagramms erläutert werden (vgl. Abbildung 29).

Abb. 29: Status quo der Performance-Analyse in der Schweiz



Quelle: Illmer 2003, S. 10.

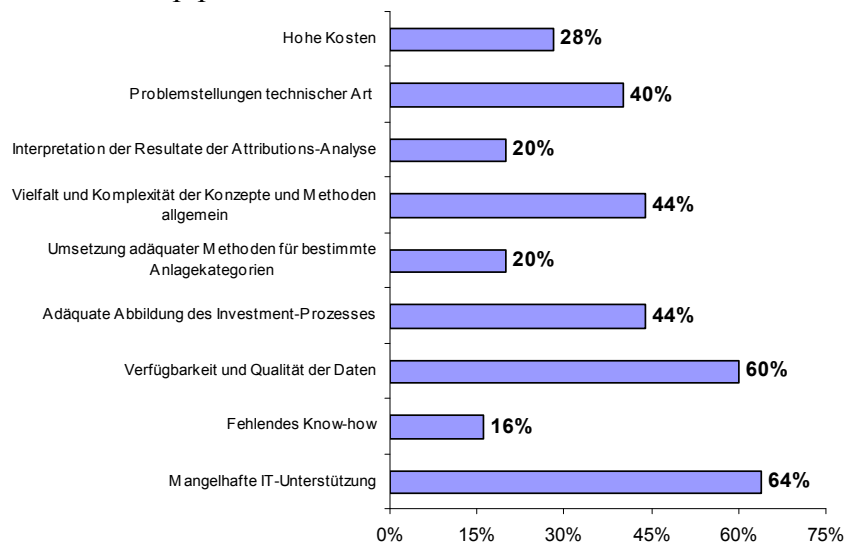
Gemäss dieser Darstellung von Dr. S. Illmer kann die gegenwärtige Performance-Analyse in der Schweiz als relativ weit fortgeschritten eingestuft werden. Es ist bereits ein Übergang erfolgt von einer reinen Performance-Messung und der Gesamtportfolio-Betrachtung zur detaillierten Performance-Analyse mit der Rendite- und Risikozerlegung. Was noch bevorsteht, sind die Weiterentwicklung in Richtung Analyse der Renditen auf Tagesbasis, der Einbezug komplexerer Anlageinstrumente (wie Derivate) in die Analyse sowie die Änderung der Betrachtung der Rendite und des Risikos von ex post zu ex ante.

4.4.2 Praktische Probleme bei der Umsetzung der Performance-Attribution

Wie bereits erwähnt, bestehen in der Performance-Attributions-Analyse mehrere methodologische sowie praktische und technische Probleme, welche öfters grosse Hindernisse für Investment-Manager darstellen. Im Rahmen der durchgeführten Erhebung haben die Umfrageteilnehmer einige Hauptprobleme identifiziert (vgl. Abbildung 30). Diese Problemstellungen wurden dann mit den Experten im Rahmen der Interviews besprochen.

Nachfolgend werden die Ergebnisse der Analyse dieser Problemstellungen erläutert.

Abb. 30: Hauptprobleme im Bereich Performance-Attribution



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

IT-Unterstützung

Als das grösste Problem haben 64% der Respondenten die mangelhafte IT-Unterstützung der Performance-Attribution genannt. Eine qualitativ hochwertige Performance-Attributions-Analyse ist nicht mehr ohne eine professionelle IT-Unterstützung denkbar. Obwohl grosse Fortschritte im Bereich IT in den letzten Jahren gemacht wurden, leiden gemäss den Interviewpartnern viele IT-Systeme zur Performance-Analyse an einer alten Krankheit. Und zwar sind sie nicht immer imstande, den Anlageprozess des Investment Managers adäquat abzubilden, was aber eine entscheidende Voraussetzung für eine aussagekräftige Performance-Attribution ist.¹⁷² Viele IT-Systeme kommen mit vordefinierten Ansätzen, welche sich bei anderen Managern bewährt haben mögen. Bei einem anderen Manager mit andersartigem Anlageprozess können sie jedoch scheitern. Insbesondere besteht das Problem oft bei Anlageprozessen, welche eine mehrschichtige Anlageentscheidungsstruktur haben, bei welcher das IT-System bei jeder Stufe der Anlageentscheidung eventuell eine andere Attributionsmethode anwenden muss.

Verfügbarkeit und Qualität der Daten

Als das nächste grosse Problem wurde die Verfügbarkeit der zugrunde liegenden Portfolio- und Benchmark-Daten genannt (60% der Respondenten). Dieses Problem kommt vor allem bei der Performance-Attribution mit höherer Periodizität vor, bspw. bei einer täglichen Analyse der Performance. Für eine tägliche Performance-Attribution ist die Ermittlung der Rendite des Portfolios und des Benchmarks auf Tagesbasis erforderlich. Manchmal ist dies aber nicht möglich, weil bspw. für bestimmte Anlageinstrumente im Portfolio keine zuverlässigen bzw. nur

¹⁷² Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance on Performance Attribution Presentation, 2004, S. 53.

verspätete Preise verfügbar sind, weil die Wertschriften im Benchmark-Index zu anderen Preisen als im Portfolio bewertet werden oder weil der Benchmark-Lieferant die täglichen Index-Stände nicht in erforderlicher Qualität liefert. Aufgrund dieser Probleme sind Investment Manager oft gezwungen, auf eine tägliche Performance-Attribution zu verzichten und diese bspw. nur auf Monatsbasis durchzuführen.

Abbildung des Anlageprozesses

Das Problem der adäquaten Abbildung des Investment-Prozesses (44% der Respondenten) hängt z.T. mit dem bereits geschilderten Problem der mangelhaften IT-Unterstützung zusammen. Dieser Punkt dürfte jedoch nicht nur auf die IT oder mangelhafte Datenqualität zurückzuführen sein, sondern auch generell auf die Tatsache, dass Investment Manager manchmal auch selbst nicht imstande sind, ihre komplexen Anlageprozesse in nachvollziehbare und umsetzbare Performance-Attributions-Methoden zu übersetzen.

Hier besteht auch das Problem der generellen Philosophie der Performance-Analyse. Bei der Performance-Attribution kann grundsätzlich zwischen zwei Zielsetzungen unterschieden werden, welche sich aber gegenseitig ausschliessen können:

- *Reporting-Perspektive.* Das Ziel dabei ist es, die an den Kunden rapportierte Performance möglichst exakt in der Attributionsanalyse zu replizieren. Der Vorteil hier ist, dass die Summe der Renditebeiträge (Attributionseffekte) der tatsächlich ausgewiesenen Portfoliorendite entspricht und kein weiterer Erklärungsbedarf für den Kunden entsteht. Der Nachteil ist, dass die dabei verwendeten Modelle oft einen den „Markt“ repräsentierenden Benchmark sowie einen strikt hierarchischen Anlageprozess implizieren, bspw. zuerst werden die Entscheide bzgl. der Gewichtung der Länder bzw. Branchen-Sektoren im Portfolio getroffen und erst danach die Entscheide bzgl. der Auswahl der einzelnen Wertschriften. In der Tat kann dies von der Hierarchie her nicht immer der Fall sein. Zweitens können sich mehrere verschiedene Entscheidungsträger daran beteiligen, was die Quantifizierung der Renditebeiträge einzelner Anlageentscheide erschweren kann.
- *Analyse-Perspektive.* Das Ziel hier ist nicht in erster Linie, dass die Summe der ermittelten Renditebeiträge der rapportierten Kundenrendite entspricht, sondern durch die geschickte Wahl eines Modells ein gutes Verständnis zu erhalten, wo der Portfolio-Manager Risiken eingegangen hat. Dabei wird nicht der Portfolio-Benchmark automatisch dem „Markt“ gleichgesetzt. Der richtige Benchmark für die Analyse wird hier mittels Faktor- und Regressionsmodellen ermittelt. Die dabei eingesetzten Modelle verfügen auch über eine grössere Flexibilität bzgl. der Hierarchie des Anlageprozesses. Daraus resultiert der Vorteil, dass eine tatsächlich aussagekräftige Performance-Attribution produziert wird. Der Nachteil besteht darin, dass der Aufwand für die Pflege der für eine solche Analyse benötigten Daten sehr gross sein kann.

Vielfalt und Komplexität der Konzepte

Ein weiteres Problem (44% der Respondenten) betrifft die allgemeine Vielfalt und Komplexität der Konzepte und Methoden im Bereich Performance-Attribution, wodurch viele Investment Manager einfach überfordert sind, weil sie keinen Überblick darüber haben und nicht wissen,

welche Methode wo einzusetzen ist. In diesem Fall kann die Involvierung eines externen erfahrenen Beraters notwendig sein.

Problemstellungen technischer Art

40% der Respondenten haben auch Probleme technischer Art genannt. Dies betrifft vor allem methodologische Problemstellungen wie bspw. die Verknüpfung der Attributionseffekte über Zeit, Zuordnung der daraus resultierenden Kreuzprodukte, etc. Diese Problemstellungen sind bekannt und werden laufend von Experten mit immer neuen Lösungen angegangen. Doch selbst wenn eine Lösung theoretisch bekannt ist, heisst es noch nicht, dass sie in verfügbaren IT-Applikationen bereits implementiert ist – so kommt es schlussendlich wieder zum Problem der IT-Unterstützung.

Kosten

Kosten der Performance-Attribution sind und bleiben ein Problem (28% der Respondenten), vor allem wegen teuren IT-Applikationen und hohen Kosten der Datenbeschaffung. Implementierung einer „state-of-the-art“-Performance-Lösung bedeutet hohe Investitionen und ist aus diesem Grunde nur den grossen Instituten vorbehalten. Kleinere Vermögensverwalter müssen sich darum oft aufgrund des Kosten-Nutzen-Verhältnisses mit einfacheren Lösungen abfinden können.

Auswahl der Methoden und Interpretation der Resultate

Auswahl und Umsetzung der adäquaten Methoden für bestimmte Anlagekategorien (wie Aktien, festverzinsliche Anlagen oder gemischte Strategien) sowie die Interpretation der Resultate der Attributionsanalyse werden als ein weniger gravierendes Problem genannt (20% der Respondenten). Hier gilt es zu bemerken, dass mittlerweile mehrere spezialisierte Methoden für Aktien und festverzinsliche Anlagen existieren. So kann die Performance-Attribution bei gemischten Portfolios mit den entsprechenden Methoden für jeweilige im gemischten Portfolio enthaltene Einzelanlagekategorien ebenfalls implementiert werden.

Die Interpretation der Attributionsresultate wird oft wegen sich mathematisch ergebenden Kreuzprodukten und Residualgrössen erschwert, welche nicht eindeutig einem bestimmten Attributionseffekt zugeordnet werden können.

Know-how

Erfreulich präsentiert sich das Ergebnis, dass die befragten Investment Manager am wenigsten von fehlendem Fachwissen geplagt sind (nur 16% haben dies als Problem angegeben). Einige Experten zeigen sich diesbezüglich jedoch eher skeptisch und geben zu, dass sie mit zunehmender Kenntnis der Performance-Attribution das Gefühl haben, zu wenig zu wissen.¹⁷³

¹⁷³ Vgl. Spaulding, Investment Performance Attribution, 2003, S. 1.

Als Fazit kann festgehalten werden, dass eine in allen Belangen adäquate Performance-Attributions-Analyse wohl auch in der nächsten Zukunft wegen der identifizierten Problemstellungen eine grosse Herausforderung bleiben wird.

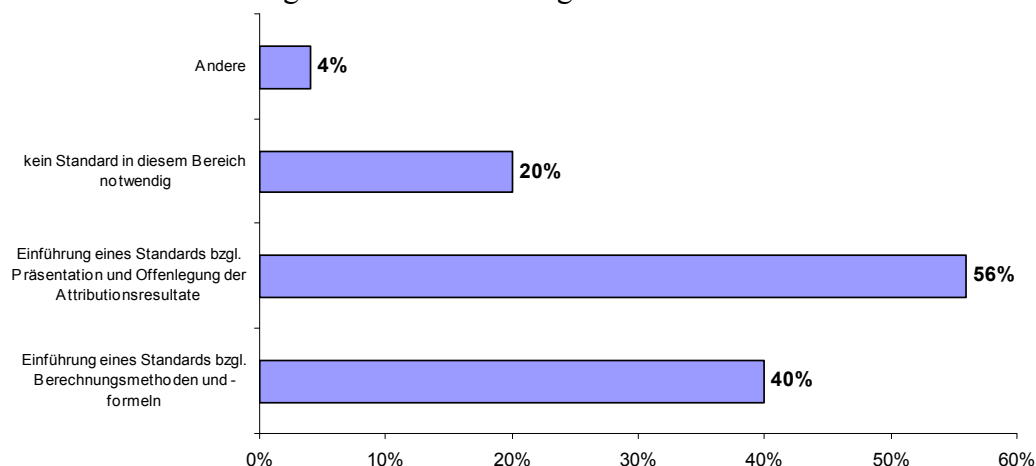
4.4.3 Möglichkeiten der Standardisierung der Performance-Attribution

Eine Präsentation der Resultate der Performance-Attribution ist nur dann aussagekräftig und nutzvoll, wenn die Benutzer dieser Analyse die zugrunde liegenden Konzepte, Methoden und Annahmen kennen und verstehen. In der heutigen Umgebung mit einer Vielfalt an Methoden und IT-Systemen in diesem Bereich zeigt sich darum besonders deutlich der Trend in Richtung Standardisierung.

Es zeigt sich, dass innerhalb der Branche ein klares Bedürfnis nach einem solchen Standard besteht. So demonstrierte die 2002 durchgeführte Erhebung von der Spaulding Group, dass 51% der Investment Manager, 79% der Stiftungsräte der Pensionskassen und 75% der Investment Consultants einen möglichen Attributionsstandard befürworteten.¹⁷⁴ 70% der Befragten der 2003 in der Schweiz durchgeführten Erhebung von PwC unterstützten die Entwicklung eines Offenlegungsstandards für die Performance-Attribution, und 64% befürworteten auch einen Berechnungsstandard für die Performance-Attribution.¹⁷⁵

Eine ähnliche Frage wurde den Umfrageteilnehmern im Rahmen der durchgeführten eigenen Erhebung gestellt. Das Resultat zeigt, dass die meisten Respondenten (56%) die Idee der Erarbeitung eines Standards für die Präsentation der Performance-Attribution unterstützen, welcher die Offenlegungsaspekte regeln würde. 40% befürworten überdies auch einen Standard in Bezug auf die Berechnungsmethoden (vgl. Abbildung 31).

Abb. 31: Unterstützung der Standardisierung im Bereich Performance-Attribution



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

¹⁷⁴ Vgl. Spaulding, A Case for Attribution Standard, 2002/2003, S. 14.

¹⁷⁵ Vgl. PwC (Hrsg.), Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003, S. 47.

Wieso diese starke Nachfrage nach einem Performance-Attribution-Standard innerhalb der Branche besteht, wird nachfolgend näher betrachtet.

Aufgrund der grossen Komplexität der Performance-Attribution kann davon ausgegangen werden, dass bei der Analyse eines Performance-Attribution-Reports ohne geeignete Erklärungen und Offenlegungen viele Missinterpretationen entstehen können. Es wären solche Fragen sinnvoll wie bspw. was der Gegenstand der Attributionsanalyse war (ein repräsentatives Portfolio, ein Modellportfolio, etc.), inwieweit die Performance-Attributions-Analyse den Anlageprozess des Investment Managers reflektiert, ob der gewählte Benchmark zweckmässig ist, welche Attributionsmethode angewendet wurde, etc.

Diese und viele weitere Fragen zeigen, wie einfach ein Performance-Attribution-Report falsch interpretiert werden und als Konsequenz zu falschen Entscheidungen bei zukünftigen Investitionen führen kann. Die Ziele der Performance Presentation Standards (vollständige Transparenz und Offenlegung sowie faire Präsentation) weisen auch bei der Performance-Attribution den Weg und verlangen einen Vorstoss in Richtung Presentation Standards für Performance-Attribution.

Einen ersten Versuch zur Erarbeitung eines Standards in diesem Bereich hat das EIPC als das regionale Subkomitee des IPC bereits 2002 unternommen, als ein Fragebogen für Investoren „Guidance for Users of Attribution Analysis“ erarbeitet wurde.¹⁷⁶ Dieser Fragebogen enthält relevante Fragen, welche die Benutzer einer Performance-Attributions-Analyse an Investment Manager stellen können.

Im Jahre 2003 wurde ein anderer Vorschlag eines Attributionsstandards von D. Spaulding veröffentlicht.¹⁷⁷ In diesem Standard wurde versucht, Offenlegungsvorschriften mit Berechnungsmethoden und -formeln zu definieren. Der Standard von D. Spaulding wurde von der Branche zwar nie richtig umgesetzt, da er für den beabsichtigten Umfang (sowohl Berechnungsmethoden als auch Offenlegungsaspekte) als ungenügend umfassend beurteilt wurde. Er löste jedoch weitere Diskussionen zum Thema Standardisierung der Performance-Attribution in der Branche aus. So wurde diese Frage auch am Round-Table „Performance-Attribution“ diskutiert, welcher als unabhängiges Forum der Performance-Experten in der Schweiz regelmässig stattfindet.¹⁷⁸

Die Idee eines Standards im Bereich Performance-Attribution wurde vom EIPC wieder aufgegriffen. Das EIPC erarbeitete in der Folge eine spezifische Richtlinie zur Präsentation von Performance-Attribution für Investment Manager (EIPC Guidance on Performance Attribution Presentation). Dieses neue Regelwerk orientiert sich am Prinzip der fairen Präsentation von Attributionsresultaten mit vollständiger Offenlegung. Diese Guidance wurde Anfang 2004 vom EIPC verabschiedet.¹⁷⁹

¹⁷⁶ Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance for Users of Attribution Analysis, 2002.

¹⁷⁷ Vgl. Spaulding, A Case for Attribution Standard, 2002/2003.

¹⁷⁸ Vgl. <http://www.swissbanking.org/spps-roundtable.htm>, 20.12.2004 (Abfragedatum).

¹⁷⁹ Vgl. EIPC (Hrsg.), Guidance on Performance Attribution Presentation, 2004.

Bei dieser Guidance handelt es sich um einen reinen Offenlegungsstandard. Methodologische Problemstellungen bezüglich der Berechnungen und Formeln werden keine behandelt, und es werden auch keine dogmatischen Definitionen vorgeschrieben. Das EIPC war der Meinung, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt vor allem ein Beitrag zum besseren Verständnis der Attributionsanalyse geleistet werden soll. Ein Versuch, auch Berechnungsmethoden und Konzepte zu standardisieren, würde nach Meinung des EIPC aufgrund der Gefahr fehlender Akzeptanz scheitern.¹⁸⁰ Die Präsentation von Attributionsresultaten wird von der Guidance nicht verlangt. Werden diese aber ausgewiesen, so werden die Investment Manager aufgefordert, die Guidance einzuhalten.

Eine nicht einfach zu beantwortende Frage ist nun, ob die Performance-Attribution in die GIPS-Standards integriert werden sollte oder nicht. Eine allgemein verbreitete Meinung ist es, dass eine Ausdehnung des GIPS-Regelwerkes auf die Performance-Attribution noch verfrüht ist. Eines der grössten Probleme bei den GIPS stellt in diesem Zusammenhang der Fokus auf Composites dar. Die Performance-Attribution hingegen wird meistens auf Stufe Portfolio durchgeführt. Damit eine Performance-Attribution auf Stufe Composite sinnvoll und aussagekräftig ist, müssen einige Voraussetzungen erfüllt werden. Bspw. müssen alle Portfolios im Composite die Anlagestrategie des Composites genau verfolgen. Die Komplexität der Attributionsanalyse auf Stufe Composite könnte ein Problem im Sinne von Kosten/Nutzen darstellen. Infolgedessen wird die EIPC Guidance on Performance Attribution Presentation noch nicht als Teil der GIPS-Standards gesehen, sondern als ein Bestandteil eines allgemeinen ethischen Regelwerkes für Investment Manager.

¹⁸⁰ Vgl. Aussage eines Interviewpartners.

5 SCHLUSSFOLGERUNGEN UND AUSBLICK

Der Bereich der Performance-Messung und -Analyse charakterisiert sich durch eine Vielfalt der theoretischen Methoden und Ansätze, deren praktische Umsetzung jedoch öfters eine Herausforderung darstellt. Aufgrund der Ergebnisse der durchgeführten Erhebung und Analyse kristallisieren sich für Vermögensverwalter in diesem Bereich gegenwärtig die folgenden grössten Herausforderungen heraus:

- Steigende Erwartungen der institutionellen Kunden in Bezug auf die Qualität und den Inhalt des Performance-Reportings verlangen von Investment Managern die Umsetzung moderner anspruchsvoller Methoden und Ansätze. In diesem Zusammenhang bestehen einerseits technische Anwendungsprobleme, wie bspw. die Notwendigkeit der Beschaffung und der Verarbeitung einer grösseren Menge der zugrunde liegenden Daten für die Berechnung der echten zeitgewichteten Rendite oder für die Durchführung einer aussagekräftigen Performance-Attribution. Andererseits ist u.a. eine grundsätzliche Veränderung in der Philosophie der Performance-Präsentation nötig. Es muss sich bspw. noch das Verständnis etablieren, dass neben einer zeitgewichteten „Manager-Rendite“ auch eine geldgewichtete „Kunden-Rendite“ ausgewiesen werden sollte. Dies bedarf aber nicht nur eines grundsätzlichen Gesinnungswandels bei Investment Managern, sondern auch einer entsprechenden Ausbildung bei Vermögensverwaltungskunden in Sachen Performance.
- Performance-Messung bedeutet nicht nur Berechnung der Rendite, sondern auch des Risikos. Das Letztere wird aber in der Praxis oft vernachlässigt. Dieses Problem dürfte u. a. darauf zurückzuführen sein, dass keine universelle Lösung zur Berücksichtigung des Anlagerisikos in der Performance-Messung besteht, vor allem, was die Prognostizierung des Ex-ante-Risikos anbelangt. Investment Manager sehen sich mit der Auswahl einer geeigneten Methode konfrontiert, welche nicht nur den Besonderheiten des Anlageprozesses, sondern auch einem vernünftigen Kosten-Nutzen-Verhältnis entsprechen muss.
- Performance-Messung ist eine der Schlüsselfunktionen in einer Vermögensverwaltungsfirma und sollte darum eine breitere Mission wahrnehmen, als derzeit häufig üblich. Die Performance-Messung ist nicht einfach Teil des Back-Office, sondern kann für die Optimierung des Anlageprozesses einen realen Mehrwert generieren. Es ist im Moment eine Herausforderung für Investment Manager, das grosse interne Potential der Performance-Analyse durch eine entsprechende Integration in den Investment-Management-Prozess voll auszuschöpfen. Neben der firmeninternen organisatorischen Umstrukturierung ist auch die Implementierung moderner Modelle und Konzepte zur Performance-Analyse nötig, was sowohl entsprechende Investitionen als auch Fachwissen voraussetzt.
- Die Performance Presentation Standards (GIPS/SPPS) haben sich in der Schweiz als Branchenstandard gut etabliert. Nicht alle beabsichtigten Ziele der Standards sind jedoch erreicht worden, bspw. die Vergleichbarkeit der Performance-Präsentationen verschiedener Investment Manager. Dies stellt ein Problem für potentielle Investoren dar, weil sie die Leistungen der Vermögensverwalter nicht vergleichen können. Eine realistische Lösung dieses Problems zeichnet sich z. Z. noch nicht ab.

- Die Sensibilisierung der Vermögensverwaltungskunden, vor allem der Privatkunden, auf die SPPS muss mittels entsprechender Ausbildungs- und Marketing-Massnahmen vorangetrieben werden, damit sie den Nutzen der SPPS-Compliance verstehen und bewerten können.
- Die Performance Presentation Standards befinden sich im Prozess der kontinuierlichen Weiterentwicklung. Per 1.1.2006 werden die überarbeiteten GIPS in Kraft treten, und es werden laufend neue Richtlinien erlassen. Die steigende Komplexität der Standards schlägt sich in entsprechend höheren Kosten der Aufrechterhaltung der SPPS-Compliance nieder, welchen kein unmittelbarer monetärer Nutzen gegenübersteht. Für viele Investment Manager ist es ein nicht zu unterschätzendes Problem, diesen steigenden Aufwand zu rechtfertigen.

Für die Zukunft können folgende Entwicklungen im Sinne eines Ausblicks erwartet werden:

- Es kann mit einem weiteren Fortschritt im Bereich Investment Performance gerechnet werden. Es werden neue Konzepte und Methoden erarbeitet sowie neue hoch entwickelte und leistungsfähigere IT-Lösungen angeboten. Dies soll einerseits eine Verbesserung und Vereinfachung des Prozesses der Performance-Messung und -Analyse mit sich bringen, aber wohl auch einen steigenden Leistungsdruck auf Investment Manager in Sachen Performance.
- Es wird erwartet, dass Aufsichtsbehörden in der Schweiz die Präsentation der Investment Performance in der Zukunft zunehmend regulieren werden. Dies wird vor allem aus der Optik des Anlegerschutzes erfolgen. Erste Anzeichen davon sind die jüngsten Richtlinien in Bezug auf die Präsentation der Performance der schweizerischen Anlagefonds sowie das Interesse der EBK an der Arbeit der SBVg betreffend SPPS. Aus diesem Grund kann langfristig eventuell mit der Integration der Performance Presentation Standards bzw. eines Teils davon in das regulatorische Umfeld gerechnet werden.
- Die Performance Presentation Standards werden in der Zukunft neue und strengere Anforderungen an die Performance-Präsentation stellen, wie bspw. die obligatorische Anwendung der echten zeitgewichteten Performanceberechnungsmethode, sowie Bestimmungen für weitere Geschäftssegmente entwickeln, wo der Regulierungsbedarf längst besteht, bspw. bei Hedge Funds. Im Rahmen eines Evolutionsprozesses werden sich die Standards auch auf neue Bereiche ausweiten. Das könnten solche Gebiete sein wie die Ex-ante-Risiko-Messung, Performance-Attribution oder das Performance-Reporting für bestehende Vermögensverwaltungskunden.
- Mit der steigenden Komplexität der Performance Presentation Standards wird sich der Bedarf an einer wirksamen Überwachung der SPPS-Compliance erhöhen. Aus diesem Grund kann damit gerechnet werden, dass die derzeit noch freiwillige Verifikation der Übereinstimmung mit den SPPS in der Zukunft obligatorisch werden kann.
- Der Prozess der Standardisierung wird sich auf weitere fachliche Aspekte im Bereich Investment Performance ausweiten, bspw. Performance-Analyse und -Attribution sowie Kunden-Reporting. Die ersten Initiativen diesbezüglich sind bereits von den Fachgremien (bspw. EIPC) lanciert worden.

Als Fazit kann festgehalten werden, dass die im Rahmen der vorliegenden Arbeit durchgeführte Untersuchung eine steigende Bedeutung der Performance-Messung in der Vermögensverwaltung zeigt. Die Investment Performance leistet einen substantiellen Beitrag zur Optimierung des Anlageprozesses sowie zur Transparenz und Ethik, was schlussendlich sowohl für Vermögensverwalter als auch für Investoren von grossem Nutzen ist.

LITERATURVERZEICHNIS

AIMR (Association for Investment Management and Research) (Hrsg): AIMR Performance Presentation Standards Handbook, 1997.

AIMR (Association for Investment Management and Research) (Hrsg): Global Investment Performance Standards, 1999.

AIMR (Association for Investment Management and Research) (Hrsg): Investment Performance Council. Constitution and Operation, 1999,
<http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/ipc/ipcconstitution.pdf>, 20.12.2004 (Abfragedatum).

AIMR (Association for Investment Management and Research) (Hrsg.): Revising the GIPS Standards („Gold“ GIPS), 2004,
http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/Gold_GIPS_Invitation_to_Comment.pdf, 20.12.2004 (Abfragedatum).

AIMR (Association for Investment Management and Research) (Hrsg.): US SEC Identifies Common Investment Adviser Compliance Problems, in: AIMR Advocate, Vol. 5, No. 4, July-August 2000, S. 7.

Akeda, Y.: Another Interpretation of Negative Sharpe Ratio, in: The Journal of Performance Measurement, Vol. 7, Num. 3, 2003, S. 19–23.

Bacon, C.: Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution, Wiley, England 2004.

BAI (Bank Administration Institute) (Hrsg.): Measuring the Investment Performance of Pension Funds, Park Ridge, USA 1968.

Bickel, A.: Moderne Performance-Analyse und Performance Presentation Standards, Haupt Verlag, Bern 2000.

Brown, N.: Destination of the Performance Team, in: PricewaterhouseCoopers (Hrsg.), 2004 Global Trends in Performance Measurement, 2004, S. 23–25.

CFA Institute: Performance Standards Website: <http://www.cfainstitute.org/standards/pps/>.

Dietz, P. / Kirschman, J.: Evaluating Portfolio Performance, in: Maginn, J. / Tuttle, D. (Hrsg.), Managing Investment Portfolios, Warren, Gorham & Lamont, USA 1990, S. 14-1–14-58.

EIPC (European Investment Performance Committee) (Hrsg.): Guidance for Users of Attribution Analysis, 2002, http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/EIPC_attrib_guid.pdf, 20.12.2004 (Abfragedatum).

EIPC (European Investment Performance Committee) (Hrsg.): Guidance on Performance Attribution Presentation, in: The Journal of Performance Measurement, Vol. 8, Num. 4, 2004, S. 50–62.

Fischer, B.: Performanceanalyse in der Praxis, Oldenbourg, München 2001.

FSA (Financial Services Authority) (Hrsg.): Policy Statement 183 „Standardising Past Performance“, 2003, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/183>, 20.12.2004 (Abfragedatum).

Hoffmann, S.: Qualitätssicherung im Asset Management, in: Neue Zürcher Zeitung, 24.02.2003, S. 22.

Illmer, S.: Praktische Erfahrungen bei der Umsetzung einer Performance-Analyse, Referat, 2003.

Illmer, S. / Marty, W.: Decomposing the Money-Weighted Rate of Return, in: The Journal of Performance Measurement, Vol. 7, Num. 4, 2003, S. 42–50.

Illmer, S. / Marty, W.: Transparenz, nicht nur ein Schlagwort, sondern eine Maxime, in: CSAM Zoom, Mai 2003, S. 7.

Illmer, S. / Senik, D.: EIPC Guidance on Performance Attribution Presentation. A Step Towards Standardization of Performance Attribution, in: The Journal of Performance Measurement, Vol. 8, Num. 4, 2004, S. 46–49.

Investment Advisers Act of 1940, Rule 205.1, <http://www.sec.gov/rules/extra/iarules.htm#2051>, 20.12.2004 (Abfragedatum).

IPC (Investment Performance Council) (Hrsg.): GIPS Advertising Guidelines, 2003, <http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/AdvertisingGuidelinesFINAL.pdf>, 17.12.2004 (Abfragedatum).

IPC (Investment Performance Council) (Hrsg.): GIPS Guidance Statement on Calculation Methodology, 2004, <http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/ipc/sept03/4b.pdf>, 17.12.2004 (Abfragedatum).

IPC (Investment Performance Council) (Hrsg.): Private Equity Provisions for the GIPS Standards, 2003, <http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/PEProvisionsFINAL.pdf>, 17.12.2004 (Abfragedatum).

IPC (Investment Performance Council) (Hrsg.): Real Estate Provisions for the GIPS Standards, 2003, <http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/RealEstateProvisionsFINAL.pdf>, 17.12.2004 (Abfragedatum).

Janssen, B.: Annualizing Standard Deviations, 2002, <http://www.gottexfunds.com>, 28.01.2003 (Abfragedatum).

Kaplan, P. / Knowles, J.: Kappa. A Generalized Downside Risk-Adjusted Performance Measure, in: The Journal of Performance Measurement, Vol. 8, Num. 3, 2004, S. 42–54.

Kleeberg, J.: Moderne Methoden der internen Performance-Attribution, Unterlagen zum Seminar „Performance-Messung, -Analyse und -Präsentation“, Uhlenbruch, 2003.

Martin, C.: GIPS Receives Open-Armed Acceptance in Switzerland, in: CFA Magazine, September/Oktober 2003, S. 15–16.

PwC (PricewaterhouseCoopers) (Hrsg.): Global Investment Management Survey, 2003.

PwC (PricewaterhouseCoopers) (Hrsg.): Swiss Survey on Trends in Performance Measurement and Presentation, 2003.

PwC (PricewaterhouseCoopers) (Hrsg.): Global Trends in Performance Measurement, 2004.

PwC (PricewaterhouseCoopers) (Hrsg.): Schulungsunterlagen zum Thema „Investment Performance Presentation“, 2004.

PwC (PricewaterhouseCoopers): Investment Performance Website: <http://www.pwc.ch/spps>.

Reilly, F. / Brown, K.: Investment Analysis and Portfolio Management, The Dryden Press, USA 1997.

Sachs, S. / Hauser, A.: Das ABC der betriebswirtschaftlichen Forschung, Versus, Zürich 2002

SBVg (Schweizerische Bankiervereinigung) (Hrsg.): Swiss Performance Presentation Standards. Empfehlungen für eine einheitliche und moderne Performance-Berichterstattung, 1996.

SBVg (Schweizerische Bankiervereinigung) (Hrsg.): Swiss Performance Presentation Standards. The Swiss Version of Global Investment Performance Standards (GIPS), 2001.

SBVg (Schweizerische Bankiervereinigung): Comment on the GIPS Proposed Leverage & Derivatives Provisions, 28.04.2003,

<http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/comments/SwissBank-ld.pdf>, 17.12.2004

(Abfragedatum).

SBVg (Schweizerische Bankiervereinigung): Website der SPPS,

<http://www.swissbanking.org/home/spps-allgemein.htm> (auch die Alias-Seite www.spps.ch).

Senik, D.: EIPC Initiative „Guidance for Recipients of Investment Reporting“, Referat vom 12.11.2004.

Senik, D.: 2004 Global Trends in Performance Measurement, Referat vom 28.10.2004.

SFA (Swiss Funds Association) (Hrsg.): Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft, 2000.

SFA (Swiss Funds Association) (Hrsg.): Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Fondspersformance, 2004.

SFAA (Swiss Financial Analysts Association) (Hrsg.): Information Standard for Analysts (ISfA-Standard), 2003.

Sharpe, W.: The Sharpe Ratio, 1994, <http://www.stanford.edu/~wfsarpe/art/sr/sr.htm>, 20.12.2004 (Abfragedatum).

Solnik, B.: Comment Letter on the GIPS Guidance Statements on Calculation Methodology, vom 31.08.2002, http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/comments/BSolnik_cm.pdf, 20.12.2004 (Abfragedatum).

Spaulding, D.: Investment Performance Attribution, McGraw-Hill, USA 2003.

Spaulding, D.: A Case for Attribution Standard, in: The Journal of Performance Measurement, Vol. 7, Num. 2, 2002/2003, S. 13–21.

Spaulding, D.: Is the Modified Dietz Formula Money-Weighted or Time-Weighted?, in: The Journal of Performance Measurement, Vol. 7, Num. 3, 2003, S. 37–41.

Stocks, M. / Ito, C.: Value at Risk for the Asset Manager?, in: The Journal of Performance Measurement, Summer 1997, S. 35–43.

Volkart, R.: Corporate Finance. Grundlagen von Finanzierung und Investition, Versus, Zürich, 2003.

Von Euw, H-J.: GIPS. One Global Industry – One Global Standard, Referat, 8.12.2004

Wehner, S.: Risikozerlegung und Risikoattribution, Referat vom 16.09.2003
http://www.swissbanking.org/2003_09_16_praesentation_wehner.pdf, 20.12.2004 (Abfragedatum).

Wild, P.: Performance-Attribution von Vermögensverwaltungsmandaten, in: Schweizer Personalvorsorge, 09-2003, S. 59–61.

Wittrock, C.: Messung, Analyse und Präsentation der Performance von Wertpapierportfolios – Eine theoretische und empirische Untersuchung, Bad Soden/Ts. 2000.

Zimmermann, H. / Rudolf, M. / Jaeger, S. / Zogg-Wetter, C.: Moderne Performance-Messung, Haupt Verlag, Bern 1996.

VERZEICHNIS DER INTERVIEWPARTNER

Bektenow, Rustem: Wegelin & Co. Privatbankiers, SPPS-Officer, 4. Januar 2005, St. Gallen.

Briner, Beat: Julius Bär Institutional Asset Management, Leiter Risk Management, 28. Dezember 2004, Zürich.

Illmer, Stefan: Credit Suisse Asset Management, Leiter Performance Measurement and Portfolio Analytics, Vorsitzender des European Investment Performance Committee, Mitglied des Investment Performance Council, Mitglied der SPPS-Expertengruppe der Schweizerischen Bankiervereinigung, 3. Januar 2005, Zürich.

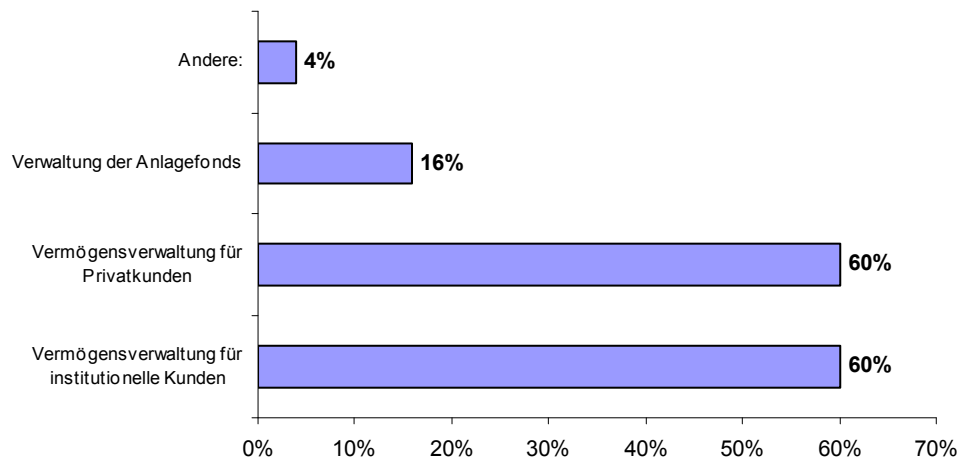
Senik, Dimitri: PricewaterhouseCoopers AG, Leiter Investment Performance Services Schweiz, Vertreter der Schweiz im European Investment Performance Committee, 21. Oktober und 20. Dezember 2004, Zürich.

Walker, Sacha: Ehinger & Armand von Ernst AG, Leiter Product Control und SPPS-Office, 31. Dezember 2004, Zürich.

ANHANG I: STRUKTUR DER RESPONDENTEN DER UMFRAGE

Die Struktur der Respondenten der Umfrage präsentiert sich wie folgt:

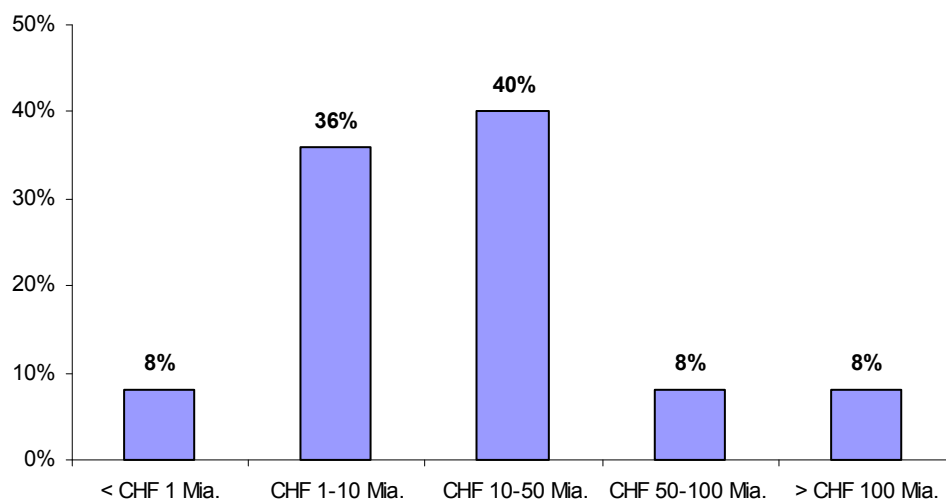
Abb. 32: Struktur der Respondenten nach Kundensegment



Anmerkung: Die Summe der Antworten ist nicht gleich 100%, da mehrfache Nennungen möglich waren.

Quelle: eigene Erhebung.

Abb. 33: Struktur der Respondenten nach Grösse des verwalteten Vermögens



Quelle: eigene Erhebung.

ANHANG II: FRAGEBOGEN

Institut: _____

Adresse: _____

Ausgefüllt durch: _____

Funktion: _____

Telefon / E-Mail: _____

(Ihre Angaben werden vertraulich behandelt. Aufgrund der Auswertung werden keine Rückschlüsse auf Ihr Institut möglich sein.)

1. Zielsetzung dieser Umfrage

Diese Umfrage ist die Grundlage der empirischen Erhebung, welche im Rahmen meiner Diplomarbeit zum Thema „Messung, Präsentation und Analyse der Investment Performance – aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen in der Schweiz“ an der Universität Zürich (Institut für schweizerisches Bankwesen) durchgeführt wird. Sie soll Aufschluss geben über die gegenwärtigen Problemstellungen und Herausforderungen im Bereich Messung und Präsentation der Investment Performance sowie aktuelle Entwicklungstendenzen aufzeigen.

2. Adressaten

Adressaten dieser Umfrage sind Investment Manager (Vermögensverwaltung für institutionelle und Privatkunden). Die Umfrage wird gezielt unter ausgewählten Investment Managern durchgeführt, bei welchen von einer entsprechenden Erfahrung im Bereich Investment Performance (bspw. Übereinstimmung mit den Performance Presentation Standards) ausgegangen werden kann.

3. Struktur

Der Fragebogen ist in die folgenden vier Kapitel unterteilt:

1. Informationen über Respondenten (2 Fragen),
2. Messung der Investment Performance (6 Fragen),
3. Präsentation der Investment Performance (15 Fragen),
4. Performance-Analyse und -Attribution (4 Fragen).

4. Anleitung

Markieren Sie die Kästchen, die Ihrer Meinung nach zutreffen. Falls Mehrfachnennungen möglich sind, wird dies separat vermerkt. Falls keine der verfügbaren Optionen zutrifft, sondern Sie eine andere nennen möchten, notieren Sie diese bitte unter „Andere“.

1. Informationen über Respondenten (benötigt für die Auswertung der Umfrageergebnisse)

1.1. In welchem Kundensegment sind Sie überwiegend tätig?

Vermögensverwaltung für institutionelle Kunden

Vermögensverwaltung für Privatkunden

Verwaltung der Anlagefonds

Andere:

1.2. Wie gross ist das gesamte von Ihrer Firma verwaltete Vermögen?

< CHF 1Mia.

CHF 1-10 Mia.

CHF 10-50 Mia.

CHF 50-100 Mia.

> CHF 100 Mia.

2. Messung der Investment Performance

2.1. Welche Funktion hat in Ihrer Firma die Performance-Messung und -Analyse?

(mehrfache Nennungen sind möglich)

- Grundlage für die Analyse der Qualität des Investment-Management-Prozesses
- Grundlage für internes Reporting (Management-Informationen und -Statistiken)
- Grundlage für das Reporting für bestehende Kunden
- Informationsbasis für potentielle Kunden
- Hilfsmittel für Produkteentwicklung (bspw. für das Back-Testing neuer Anlageprodukte)
- Andere:

2.2. Welche Art der Rendite wird in Ihrer Firma gemessen?

(mehrfache Nennungen sind möglich)

- Echte zeitgewichtete Rendite (TWR), bspw. Daily-Valuation-Methode
- Geldgewichtete Rendite (MWR), bspw. Modified-Dietz-Methode
- Kombination der Renditearten / Annäherung an die TWR-Rendite (bspw. eine Kombination der monatlichen MWR-Rendite mit einer anschliessenden geometrischen Verknüpfung in eine TWR-Jahresrendite)
- Andere:

2.3. Welches sind die grössten Probleme bei der Messung einer echten zeitgewichteten Rendite (TWR)? (mehrfache Nennungen sind möglich)

- Verfügbarkeit der Daten (bspw. Portfolio-Bewertungen per Datum jedes externen Cash-Flows)
- Ungenügende Unterstützung durch IT (bspw. fehlende Methodologie, Kapazitätsgrenzen)
- Hohe interne Kosten
- Andere:

2.4. Welche Risikomasse werden in Ihrer Firma berechnet?

(mehrfache Nennungen sind möglich)

Volatilität der Portfolio-Rendite über Zeit

Tracking-Error

Value-at-Risk

Andere:

2.5. Berechnen Sie Risikomasse mit diskreten (normalen) oder mit stetigen (logarithmierten) Renditen?

Nur mit diskreten Renditen

Nur mit stetigen Renditen

Sowohl mit diskreten als auch mit stetigen Renditen (je nach Risikomass)

Andere:

2.6. Berechnen Sie risikoadjustierte Renditen?

	Systematisch für alle Portfolios	Teilweise, nur für gewisse Portfolios	Nein
Sharpe-Ratio			
Treynor-Ratio			
Information-Ratio			
Sortino-Ratio			
Andere:			

3. Präsentation der Investment Performance

3.1. Ist Ihre Firma in Übereinstimmung mit den Performance Presentation Standards (SPPS bzw. GIPS)?

- In Übereinstimmung mit SPPS/GIPS
- Im Prozess der Einführung der SPPS/GIPS
- Nein (direkt zur Frage 3.14)

3.2. Welches waren die Vorteile / Erwartungen, die Sie motiviert haben, die SPPS/GIPS-Compliance einzuführen? (mehrfache Nennungen sind möglich)

- Erfüllung der Anforderungen / Erwartungen potentieller Kunden
- Vorteile gegenüber Konkurrenz bei der Akquisition der Neukunden
- Image-Vorteile (z.B. durch erhöhte Transparenz, Ethik)
- Stärkung der Geschäftsbeziehung zu bestehenden Kunden / des Kundenvertrauens
- Verbesserung der Qualität der Management-Informationen und eventuell des Investment-Prozesses
- Verbesserung des internen Kontrollsystems
- Andere:

3.3. Inwieweit wurden die oben genannten Erwartungen erfüllt?

- Erfüllt
- Teilweise erfüllt
- Nicht erfüllt
- Noch keine Aussage möglich

3.4. Rechtfertigt der Nutzen der SPPS-Compliance den Aufwand deren Einführung und Aufrechterhaltung?

- Nutzen überwiegt
- Nutzen und Aufwand halten sich die Waage
- Aufwand ist höher als erzielter Nutzen
- Noch keine Aussage möglich

3.5. Welches sind die grössten Probleme bei der Implementierung der SPPS/GIPS-Compliance?
(mehrfache Nennungen sind möglich)

- Erfüllen der technischen Anforderungen (bspw. Berechnungsmethoden)
- Aufbereitung der historischen Daten
- IT-Unterstützung
- Kosten / interne Ressourcen
- Know-how
- Andere:

3.6. Wie sollte die SPPS/GIPS-Compliance Ihrer Meinung nach vermarktet werden?

(mehrfache Nennungen sind möglich)

- SPPS/GIPS-Compliance-Status sollte aktiv bei der Akquisition der institutionellen Kunden eingesetzt werden
- SPPS/GIPS-Compliance-Status sollte aktiv bei der Akquisition der Privatkunden eingesetzt werden
- SPPS/GIPS-Compliance-Status sollte auf der Firmen-Homepage erwähnt werden
- SPPS/GIPS-Compliance-Status sollte in Inseraten / Werbebroschüren erwähnt werden
- SPPS/GIPS-Compliance-Status sollte auf dem Kundenreporting erwähnt werden
- SPPS/GIPS-Compliance-Status sollte gar nicht extern vermarktet werden
- Andere:

3.7. Was sind Ihrer Meinung nach die grössten Defizite in Bezug auf die Akzeptanz der SPPS/GIPS in der Schweiz? (mehrfache Nennungen sind möglich)

- Institutionelle Kunden bzw. ihre Consultants erwarten zwar die SPPS/GIPS-Compliance, verstehen aber den Gehalt der Standards nicht genügend gut
- Privatkunden sind nicht über die Vorteile von SPPS/GIPS informiert und sind nicht in der Lage, die Ergebnisse zu interpretieren
- Die Aufsichtsbehörden bzw. Branchenverbände fördern die SPPS/GIPS-Compliance nicht ausreichend
- Die SPPS/GIPS bringen auf dem Finanzplatz Schweiz allgemein keine Vorteile gegenüber Konkurrenz
- Andere:

3.8. Eines der Ziele der Performance Presentation Standards war die Vergleichbarkeit der Performance-Resultate verschiedener Investment Manager. Ist dieses Ziel Ihrer Meinung nach erreicht worden? (mehrfache Nennungen sind möglich)

Ja, dieses Ziel ist erreicht worden (direkt zur Frage 3.10)

Nein, dieses Ziel ist nicht erreicht worden

Weiss nicht (direkt zur Frage 3.10)

Andere:

3.9. Falls Sie der Meinung sind, dass die Vergleichbarkeit der Performance-Resultate verschiedener Investment Manager nicht erreicht wurde, woran dürfte dies liegen? (mehrfache Nennungen sind möglich)

Es besteht ein grosser Handlungsspielraum bei der Composite-Bildung. Infolgedessen findet man bei verschiedenen Investment Managern kaum vergleichbare Composites

Es besteht ein grosser Handlungsspielraum bei der Umsetzung der technischen Bestimmungen der SPPS/GIPS (bspw. Anwendung der Berechnungsmethoden, Behandlung der Fees, etc.). Infolgedessen sind die Performance-Resultate verschiedener Investment Manager kaum vergleichbar

Weiss nicht

Andere:

3.10. Wie beurteilen Sie die folgenden Aussagen zur Entwicklung der Performance Presentation Standards in Bezug auf die Behandlung einzelner Themenbereiche?

(mehrfache Nennungen sind möglich)

<u>Trifft zu</u>	<u>Trifft nicht zu</u>	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Die Standards behandeln alle Teilbereiche adäquat
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Es besteht Uneinheitlichkeit in der Behandlung einzelner Bereiche, d.h. gewisse Bereiche werden zu detailliert behandelt, einige andere Bereiche hingegen eher oberflächlich
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Der Bereich Messung und Präsentation des Anlagerisikos ist nicht adäquat abgedeckt
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Die SPPS/GIPS-Bestimmungen sind mit einem grossen Auslegungsbedarf verbunden
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Die Übersichtlichkeit der SPPS/GIPS-Bestimmungen muss verbessert werden.

3.11. Unterstützen Sie die Meinung, dass die Übereinstimmung mit SPPS/GIPS obligatorisch sein sollte?

Ja, für die Vermögensverwaltung für institutionelle Kunden

Ja, für die Vermögensverwaltung für Privatkunden

Ja, beide

Nein, SPPS sollten nicht obligatorisch sein

3.12. Unterstützen Sie die Meinung, dass eine unabhängige Verifikation der Übereinstimmung mit SPPS/GIPS obligatorisch sein sollte?

Ja

Nein

Andere:

3.13. Was ist Ihre Meinung zur möglichen Integration der SPPS/GIPS-Compliance in das regulatorische Umfeld?

SPPS/GIPS sollten eventuell Bestandteil des regulatorischen gesetzlichen Umfelds werden

SPPS/GIPS sollten nur Bestandteil eines ethischen Regelwerkes bleiben

Andere:

3.14. Welche Hauptprobleme stellen Sie im Bereich Performance-Reporting für *bestehende* Kunden fest? (mehrfache Nennungen sind möglich)

Fehlende gesetzliche Regulierung

Mangelhaftes Verständnis der Kunden in Sachen Performance

Individuelle Bedürfnisse der Kunden bzgl. Reporting

Konsolidierung des Performance-Reportings

Hohe Kosten

Zu wenig Transparenz

Andere:

3.15. Erachten Sie es als sinnvoll, bei der Performance-Präsentation für einen bestehenden Kunden sowohl eine „Manager-Rendite“ (TWR-Rendite, vor Abzug von Fees) als auch eine „Kunden-Rendite“ (MWR-Rendite, nach Abzug von Fees) auszuweisen?

- Es sollten die beiden Rendite-Arten präsentiert werden
- Es sollte nur die „Manager-Rendite“ (TWR, Brutto) ausgewiesen werden
- Es sollte nur die „Kunden-Rendite“ (MWR, Netto) ausgewiesen werden
- Andere:

4. Performance-Analyse und -Attribution

4.1. Wird in Ihrer Firma die Zerlegung/Attribution der Anlagerenditen systematisch durchgeführt?

- Ja
- Nein
- Andere:

4.2. Wird in Ihrer Firma die Zerlegung/Attribution des Anlagerisikos systematisch durchgeführt?

- Ja
- Nein
- Andere:

4.3. Welches sind Ihrer Meinung nach die Hauptprobleme im Bereich Performance-Attribution?
(mehrfache Nennungen sind möglich)

- Mangelhafte IT-Unterstützung
- Fehlendes Know-how
- Verfügbarkeit und Qualität der zugrunde liegenden Daten
- Adäquate Abbildung des Investment-Prozesses im Rahmen der Attributionsanalyse
- Auswahl und Umsetzung der adäquaten Methoden für bestimmte Anlagekategorien
- Vielfalt und Komplexität der Konzepte und Methoden allgemein
- Interpretation der Resultate der Attributionsanalyse
- Problemstellungen technischer Art (bspw. Verknüpfung der Attributionseffekte über Zeit, Zuordnung der Residuals und Kreuzprodukte, etc.)
- Hohe Kosten
- Andere:

4.4. Würden Sie Standardisierung im Bereich Performance-Attribution begrüßen?
(mehrfache Nennungen sind möglich)

- Ja, Einführung eines formalisierten Standards bzgl. Berechnungsmethoden und -formeln wäre empfehlenswert
- Ja, Einführung eines formalisierten Standards bzgl. Präsentation und Offenlegung der Attributionsresultate wäre empfehlenswert
- Nein, ich unterstütze keinen Standard in diesem Bereich
- Andere:

Herzlichen Dank für Ihre Unterstützung!