

Wertpapiere

Zeitgewichtete Performance-Messung für Wertpapier-Depots

Hannes Peterreins

Anleger gehen gewöhnlich davon aus, daß die von ihrem Vermögensverwalter ausgewiesene Performance gültige Wahrheit ist. Die wenigsten wissen, daß es verschiedene Methoden zur Performance-Berechnung gibt. Performance ist also nicht gleich Performance.

Die Fachliteratur ist sich einig, daß die sog. zeitgewichtete Performance am besten geeignet ist, über Management-Leistung und Portfolio-Entwicklung Auskunft zu geben. Angesichts dieser Einigkeit ist es bemerkenswert, daß deutsche Vermögensverwalter fast durchgängig die sog. wertgewichtete Performance berechnen.

Die natürlichste Frage, die sich ein Investor stellt, ist, ob sich seine Investition rentiert hat. Normalerweise läßt sie sich auch ziemlich einfach beantworten. Hat er sich z.B. für 10 000 DM Aktien gekauft, die jetzt 11 000 DM wert sind, so ist der Gewinn 1 000 DM. Die Aktien hatten also eine Rendite oder Performance von 10 %. Auf dieselbe Weise, denkt man, sollte es möglich sein, die Performance ganzer Wertpapier-Portfolios zu bestimmen, um so die Leistung des jeweiligen Portfolio-Managers zu beurteilen. Man müßte nur das anfänglich einbezahlte Kapital mit dem jetzigen Depotwert in Verhältnis setzen. Je mehr ein Portfolio-Manager aus der anfänglichen Einzahlung gemacht hat, desto besser hat er gearbeitet.

Etwas komplizierter jedoch wird das Ganze, sobald es nicht nur eine Einzahlung gibt, sondern eine Reihe von Ein- und Auszahlungen. So ist die Leistung eines Vermögensverwalters A sicher anders einzuschätzen, der aus 100 000 DM in einem Jahr 130 000 DM gemacht hat, im Vergleich zu einem Konkurrenten B, der auch am Ende 130 000 DM erreicht hat, aber das erste halbe Jahr nur mit 50 000 DM arbeiten konnte, und dem erst ab Jahresmitte weitere 50 000 DM anvertraut wurden. Bei beiden beträgt zwar

das einbezahlte Kapital 100.000 DM, offenbar stand aber dieses Kapital A länger zur Verfügung als B, so daß man geneigt ist, B's Leistung höher zu schätzen als A's.

	Ein-zahlung am 1.1.	Ein-zahlung am 1.7.	Depot wert zum 31.12.
Portfolio A	100 000 DM	0 DM	130 000 DM
Portfolio B	50 000 DM	50 000 DM	130 000 DM

Die wertgewichtete Performance

Dem trägt die sog. wertgewichtete Performance Rechnung. Hier wird zunächst das durchschnittlich eingezahlte Kapital ermittelt. Da es für A nur eine Einzahlung am Anfang von 100 000 DM gab, ist für ihn das durchschnittlich einbezahlte Kapital genau dieser Betrag. Anders sieht es bei B aus. Während er über die erste Einzahlung von 50 000 DM ein volles Jahr verfügen konnte, war das für die zweiten 50 000 DM nur für die Hälfte der

diesen Gewinn ins Verhältnis setzt zum durchschnittlich einbezahlten Kapital.

	Gewinn	Durchschnittl. eingez. Kapital	Wertgewichtete Perf.
Portfolio A	30 000 DM	100 000 DM	30 %
Portfolio B	30 000 DM	75 000 DM	40 %

Die zeitgewichtete Performance ist ein objektiverer Maßstab

Hat B aber wirklich besser gearbeitet als A? Jedenfalls ist die wertgewichtete Performance für sein Portfolio um einiges besser. Das kann sein, muß aber nicht. Hier zeigt sich die Schwäche dieser Art der Rendite-Berechnung. Sie leitet völlig fehl bei der Beurteilung von Management-Leistung. Um dies zu verdeutlichen, gehen wir drei verschiedene Szenarien durch, was die Depot-Entwicklung von B betrifft. Bei allen drei Szenarien, erhält B zweimal 50 000 DM, und sein Depotwert beträgt am Schluß 130 000 DM, so daß sich immer dieselbe wertgewichtete Performance ergibt. Die Management-Leistung wird aber sehr unterschiedlich sein.

Die drei Szenarien (siehe Abb.) haben gezeigt, daß völlig unterschiedliche

Szenario 1

Angenommen, die Portfolio-Manager A und B hatten exakt dieselbe Anlagephilosophie. Beide ließen ihr Geld das erste halbe Jahr unverzinst auf dem Girokonto liegen, um erst nach Jahresmitte in exakt dieselben Aktientitel zu investieren, die innerhalb des zweiten Halbjahres einen Gewinn von 30.000 DM einbrachten.

	Depotwert am 1.1.	Depotwert am 30.06.	Rendite 1. Hj.	Depotwert am 01.07.	Depotwert am 31.12.	Rendite 2. Hj.
Portfolio A	100 000 DM	100 000 DM	0 %	100 000 DM	130 000 DM	30 %
Portfolio B	50 000 DM	50 000 DM	0 %	100 000 DM	130 000 DM	30 %

Obwohl also beide Vermögensverwalter exakt dieselben Anlageentscheidungen getroffen haben, ist die wertgewichtete Performance für A 30% und für B 40%.

Zeit der Fall. Das durchschnittlich einbezahlte Kapital ist somit für ihn $50\,000 + 50\% \text{ von } 50\,000 = 75\,000 \text{ DM}$.

Beide Portfolio-Manager erzielten einen Gewinn von 30 000 DM, bezogen auf das insgesamt eingezahlte Kapital. Die wertgewichtete Performance erhält man nun, indem man

Anlagestrategien zu ein und derselben wertgewichteten Performance führen können, und zwar unabhängig vom Erfolg der Management-Leistung. Die wertgewichtete Performance ist vielmehr gut oder schlecht, je nachdem, ob der Kunde zu einem günstigen oder ungünstigen Zeitpunkt eingezahlt hat. Als Mittel zur Beurteilung der Ma-

Szenario 2

Nehmen wir nun an, A hätte dieselbe Anlagestrategie wie im ersten Szenario. Manager B jedoch investiert im ersten Jahr äußerst unglücklich und vernichtet zunächst 40 Prozent des ihm anvertrauten Kapitals, so daß sein Depot zum 30.06. nur noch 30 000 DM wert ist. Da sein Kunde noch nicht den Glauben an ihn verloren hat und ihm noch einmal 50 000 DM überweist, steht ihm zum 01.07. ein Kapital von 80 000 DM zur Verfügung. Im zweiten Halbjahr hat er hingegen Glück, und erzielt diesmal eine Rendite von 62,5 %. Schließlich kommt er auf einen Depotendstand von 130 000 DM.

	Depotwert am 1.1.	Depotwert am 30.06.	Rendite 1. Hj.	Depotwert am 01.07.	Depotwert am 31.12.	Rendite 2. Hj.
Portfolio A	100 000 DM	100 000 DM	0,0 %	100 000 DM	130 000 DM	30,0 %
Portfolio B	50 000 DM	30 000 DM	- 40,0 %	80 000 DM	130 000 DM	62,5 %
Portfolio C	100 000 DM	60 000 DM	- 40,0 %	60 000 DM	97 500 DM	62,5 %

Man erkennt, daß diese Management-Leistung an sich viel schlechter war als die von A, wenn man annimmt, B hätte diese Anlagestrategie von Anfang an mit 100 000 DM verfolgt (vgl. Portfolio C). In diesem Fall hätte sich sein verwaltetes Vermögen zunächst auf 60 000 DM reduziert, das er im zweiten Halbjahr nur noch auf 97 500 DM hätte steigern können. Insgesamt also ein Minus von 2,5%. Diese Zahl erhält man auch, wenn man die -40,0 % und +62,5 % , wie es im Fachjargon heißt, „zeitgewichtet konkatiniert“:

$$(1 - 40\%) \times (1 + 62,5\%) - 1 = - 2,5 \%$$

Manager B hatte lediglich das Glück, daß ihm Mitte des Jahres noch einmal Kapital zugeführt wurde, so daß seine miserablen Anlageentscheidungen kaschiert wurden. Wertgewichtet steht er mit + 40% besser da, als er tatsächlich gearbeitet hat.

Szenario 3

Ganz anders sieht es für B in folgendem Szenario aus. Angenommen, er macht aus 50 000 DM innerhalb des ersten Halbjahres 75 000 DM. Das ist eine Rendite von 50 %. Da ihm 50 000 DM zugeführt werden, kann er für das zweite Halbjahr über 125 000 DM verfügen. Aus diesen macht er bis Ende des Jahres 130 000 DM, was einer Halbjahresrendite von 4 % entspricht.

	Depotwert am 1.1.	Depotwert am 30.06.	Rendite 1. Hj.	Depotwert am 01.07.	Depotwert am 31.12.	Rendite 2. Hj.
Portfolio B	50 000 DM	75 000 DM	50,0 %	125 000 DM	130 000 DM	4,0 %
Portfolio C	100 000 DM	150 000 DM	50,0 %	150 000 DM	156 000 DM	4,0 %

Daß er in diesem Fall noch besser als die ausgewiesene wertgewichtete Performance von 40 % gearbeitet hat, kann man sehen, wenn man dieselbe Anlagestrategie von Anfang an auf 100 000 DM anwendet (vgl. Portfolio C). Man hätte dann nämlich 156 000 DM erwirtschaftet, oder eine Rendite von 56 %. Zeitgewichtet errechnet sich:

$$(1 + 50\%) \times (1 + 4\%) - 1 = 56 \%$$

In diesem Szenario hatte B schlicht Pech, daß ihm sein Kunde die 100 000 DM in zwei Tranchen anvertraute, so daß eine wertgewichtete Performance von nur 40 % herauskam. Mit der wirklichen Leistung von B hat diese Zahl jedenfalls nichts zu tun, vielmehr hängt sie in hohem Maße von dem mehr oder weniger günstigen Zeitpunkt der Einzahlung ab.

Management-Leistungen ist diese Art der Performance-Berechnung also ungeeignet.

	Wertgewichtete Perf. von B	Zeitgewichtete Perf. von B
Szenario 1	40,0 %	30,0 %
Szenario 2	40,0 %	- 2,5 %
Szenario 3	40,0 %	56,0 %

Die sog. zeitgewichtete Performance hingegen ist unabhängig von Ein- und

re, würde in die Irre führen.

Ein objektives Vergleichskriterium kann nur die zeitgewichtete Performance darstellen. Dies ist auch wichtig beim Vergleich der Wertentwicklung eines Portfolios mit einem Referenzindex oder einer Benchmark. Dies ist auch der Grund, warum der Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften (BVI) die zeitgewichtete Performance-Methode heranzieht, um die Entwicklung verschiedener Investmentfonds vergleichbar zu machen. In den USA ist diese Berechnungsmethode auch für die individuelle Vermögensverwaltung Standard. Nur Deutschland ist in diesem Punkt noch ein Entwicklungsland, da hierzulande fast alle Vermögensverwaltungen die wertgewichtete Performance berechnen. Es ist aber wohl nur eine Frage der Zeit, bis auch das deutsche Publikum sich damit nicht mehr zufriedengibt. V&S

Dr. Dr. Hannes Peterreins arbeitet als Portfolio Consultant in München (Tel. 089/69 98 94 80), E-Mail: DrPeterH@aol.com

Auszahlungen. Auf diese Weise spiegelt sie objektiv die Management-Leistung des Vermögensverwalters wider.

Die wertgewichtete Performance hängt, wie gesagt, stark von den Ein- und Auszahlungen ab. Das hat zur Folge, daß diese Art der Rendite kein Vergleichskriterium sein kann für Portfolios, in die unterschiedlich ein- und ausgezahlt wurde. So wies das obige Beispiel-Depot A eine wertgewichtete Performance von 30% aus, und B 40%. Zu glauben, anhand dieser Zahlen könnte man sagen, das eine Portfolio sei schlechter gemanagt als das ande-