

Drum prüfe...

■ Martin Schwizer, Partner PC&S Portfolio Consulting & Services AG, Zürich

In jeder Diskussion über Performance, Richtlinien und Standards stellt sich alsbald die Software-Frage: Welche Software-Lösungen gibt es? Was taugen die verschiedenen Tools? Wofür kann man sie verwenden? Wofür nicht? Was brauche ich überhaupt? Auf diese Fragen gibt es keine allgemein gültigen, sondern nur individuell passende Antworten. Entscheidend ist deshalb, dass man sich über die eigenen Bedürfnisse klar wird. Und dass man weiss, worauf zu achten ist.

Bei der Einführung der Swiss Performance Presentation Standards (SPPS) am 1. Januar 1997 gab es praktisch keine spezialisierten Tools zu kaufen. Dies änderte sich mit der zunehmenden Verbreitung der SPPS. Die PC&S Portfolio Consulting & Services brachte mit Perfex (Performance Expert) bereits 1996 eine spezifische Software auf den Markt. Sie ermöglicht selbständigen Vermögensverwaltern, mit vertretbarem Aufwand bei der Datenpflege eigene Performancestatements zu produzieren und – gemäss den SPPS – verschiedene Composites zu bilden.

Heute sieht das Angebot besser aus. Die SPPS-Leitung konnte im Juni 2000 eine Konferenz über SPPS-Software, deren Evaluation und Implementierung durchführen. Es tut sich also einiges!

Grösstes Missverständnis

Die Fragestellungen und Missverständnisse sind aber gleich geblieben. Das grösste Missverständnis liegt in der Interpretation des Inhaltes von Performance Presentation Standards, und zwar sämtlicher existierender Standards, seien es SPPS, AIMR oder GIPS.

Die Standards zielen vornehmlich auf die Performance-Berichterstattung. Die Fragen zur Berechnungsmethode sind nur ein Randthema und in den Bestimmungen in wenigen Artikeln abgehandelt. Den-

noch: Die mit der Systemevaluation betrauten Personen befassen sich meist ausschliesslich mit Themen der Berechnungsmethode. Die oft aufgeworfene Frage, ob eine bestimmte Software die SPPS erfüllt, ist daher grundsätzlich falsch gestellt. Die Software kann höchstens die Basisdaten korrekt ermitteln, um dem der Organisation bzw. dem Unternehmen zu ermöglichen, die Standards zu erfüllen. Die effektive Erfüllung ist aber immer Sache der Organisation selbst.

Organisatorischer Challenge

Aus diesem Grunde stellen sich die primären Probleme und Herausforderungen bei der Umsetzung und Anwendung der Standards im organisatorischen Bereich.

Man kann behaupten: Eine Bank mit einem älteren EDV-System kann die Standards erfüllen. Aber nur, wenn sie ein sauberes organisatorisches Konzept hat. Denn auch die mit einem alten System ermittelten Performancewerte von Einzelkunden können mit einfachen Hilfsmitteln, basierend z.B. auf Tabellenkalkulation, regelmässig zu Composites aggregiert werden. Dabei muss die vertraglich und organisatorisch korrekte Zuweisung der Portfolios zu den Composites sowie die Berücksichtigung sämtlicher Mandate nachgewiesen werden. Dieses Prozedere

muss nachvollziehbar und revisionsfähig sein. Zudem muss sichergestellt werden, dass auch dem zukünftigen Kunden die Composite-Daten präsentiert werden, denn darin besteht ja ein Hauptzweck dieser Standards.

Berechnungsmethoden

In den endlosen Diskussionen um die Berechnungsmethoden wird meist nur mit den Varianten «time weighted return» (TWR) und «money weighted return» (MWR) argumentiert.

Die SPPS verlangen eindeutig eine zeitgewichtete Performanceberechnung. Im entsprechenden Artikel steht jedoch auch der Hinweis: «Annäherungsmethoden sind zulässig». Im Anhang wird explizit die sogenannte «modifizierte Dietz Methode» (MD-Methode) als taugliche Annäherung erwähnt. Die MD-Methode ist eigentlich eine geldgewichtete Methode, da sie die erwirtschaftete Nettoveränderung ins Verhältnis zu einem Durchschnittskapital setzt. Allerdings werden bei der Ermittlung dieses Durchschnittskapitals die Kapitalbewegungen tagsgenau gewichtet, so dass im Normalfall eine sehr genaue Annäherung an die TWR resultiert.

Durchschnitts-Portfolios

Die Frage der Berechnungsmethode muss immer bezüglich der Volumen der Kapitalflüsse relativiert werden. Finden keine Einlagen oder Rückzüge statt, so zeitigt jede Berechnungsmethode dasselbe Resultat.

In einer Studie über eine grosse Grundgesamtheit von Portfolios wurde ermittelt, dass im Portfolio eines durchschnittlichen Vermögensverwaltungskunden pro Kalenderjahr 14 Kapitalflüsse stattfinden. Allerdings macht die Summe dieser Transaktionen lediglich 1,2% des Depotwertes aus.



Besser mit Software
als mit Hardware
prüfen, was drin ist.
(Foto: Christof
Sonderegger)

Daraus lassen sich zwei Dinge ableiten:

- Erstens führen in solchen Durchschnitts-Portfolios die MD-Methode und die TWR-Methode zu einem noch auf der zweiten Kommatstelle identischen Resultat.
- Zweitens würde ein klassisches TWR-Vorgehen zu grosser Verwirrung des Kunden führen. Dieses sieht nämlich vor, eine Neubewertung zum Zeitpunkt jedes externen Cash-Flows vorzunehmen. Im vorliegenden Durchschnittsfall würde dies zu 15 zeitlich zufälligen Performance-Subperioden führen. Dies würde für den Normalkunden die Nachvollziehbarkeit der präsentierten Performance massiv erschweren.

Genau dieses Vorgehen wird jedoch in den SPPS 2000 empfohlen – und vermutlich ab dem 1.1.2010 vorgeschrieben. Solche Empfehlungen kommen ganz klar vor dem Hintergrund von institutionellen Vermögensverwaltungsmandaten zustande, wo man wesentlich weni-

Datum	Portfolio/Ereignis	Wert/Resultat
31.12.98	1000 x 2000	2 000 000
14.02.99	1000 x 1200	1 200 000
14.02.99	Kapitalrückzug	- 600 000
14.02.99	500 x 1200	600 000
31.03.99	500 x 1800	900 000
	Wertabnahme	- 1 100 000
	Nettoveränderung	- 500 000
	Mod. Dietz Methode	- 29,4%
	Time Weighted Return	- 10,0%

ger Kapitalflüsse pro Reporting-Periode zählt.

Bei grossen Kapitalflüssen

Fliesst jedoch viel Kapital zu oder ab, können die Resultate der verschiedenen Methoden stark von einander abweichen.

Mit dem nachfolgenden Beispiel kann dies gut illustriert werden. Es wird angenommen, dass das Depot von CHF 2 Mio. ausschliesslich in eine Aktie investiert ist. Diese notiert bei CHF 2'000. In der ersten Periode sinkt der Aktienkurs auf CHF 1'200. In diesem Moment macht der Kunde einen Kapitalrückzug von CHF 600'000. Zu diesem Zweck verkauft der Portfolio-Manager die halbe Position, bleibt jedoch in der Aktie engagiert. In der zweiten Periode steigt der Titel wieder auf CHF 1'800. Der Aktienwert ist also über die gesamte Zeitperiode um 10% gesunken.

Die TWR-Methode ermittelt die Performance für zwei Teilperioden, vor und nach dem Kapitalrückzug. Die beiden Resultate von -40% und +50% verknüpft sie geometrisch und ermittelt so das Gesamtergebnis von -10%. Dieses leuchtet insbesondere im Hinblick auf einen Benchmarkvergleich als korrekt ein. Denn es entspricht dem Kursverlauf der Aktie, und das Portfolio war über die gesamte Zeitperiode zu 100% in dieser Aktie investiert (Tabelle links).

Die MD-Methode ergibt in diesem Beispiel eine Performance von -29,4%, was eine enorme Verzerrung darstellt. Es ist jedoch zu beachten, dass es sich hier um ein

konstruiertes Beispiel mit Extremwerten handelt.

Bewertungsqualität

Mit diesem Beispiel lässt sich aber sehr gut zeigen, wie die Qualität der Bewertung plötzlich ein ganz anderes Gewicht erhält. Die Evaluation des Portfolios per 14.2.99 wird zum wichtigen Element der Performanceberechnung nach der TWR-Methode. Ist diese Bewertung aus irgend einem Grunde nicht ganz korrekt, so hat dies Auswirkungen auf die Performance. Typischerweise besitzen in vielen Systemen Bewertungen per einem solchen Datum eine schlechtere Qualität als z.B. Quartalsendbewertungen.

Gerade diese Genauigkeit hat aber einen grossen Einfluss auf das Resultat. In gewissen Konstellationen kann ein Fehler zu einer grösseren Differenz führen als die Wahl der Berechnungsmethode.

Interessanterweise wird diese Bewertungsqualität in den Standards nur am Rande erwähnt. Allgemeine Formulierungen wie «die Bewertung der Anlagen muss auf einer vernünftigen Schätzung des Verkaufswertes an einen möglichen Käufer beruhen» lassen einigen Spielraum zu.

Daily-Valuation-Methode

Gerade in der genauesten aller Methoden sticht dies besonders ins Auge. Die TWR-Berechnungsart versucht, das Problem des Zeitpunkts von Kapitalflüssen dadurch zu umgehen, dass generell täglich eine Bewertung mit Performanceberechnung stattfindet. Dies bedeutet, dass die Qualität jedes täglicher Werts das Gesamtergebnis beeinflusst.

Eine solche Genauigkeit trägt aber der Natur des Bankgeschäfts:

zu wenig Rechnung. Ein Storno über zehn Tage zurück könnte beispielsweise bereits gespeicherte Performancedaten für zehn Tage ungültig machen. Das System müsste in der Lage sein, dies zu erkennen und entsprechend zu korrigieren.

Aus diesem Grunde wird eine solche Genauigkeit in keiner der angekündigten Revisionen von Standards gefordert werden – nur schon deshalb nicht, weil eine solche Methode riesige EDV-Kapazitäten bedingen würde.

In den angekündigten Änderungen der Standards wird jedoch verlangt, dass von der heute noch erlaubten quartalsweisen Bewertung auf eine monatliche gewechselt wird. Damit ist das Problem noch nicht so akut wie in der täglichen Bewertung, die Grundprobleme sind jedoch dieselben.

Und die Nachvollziehbarkeit?

Es ist äusserst wichtig, beim Gespräch über Software-Tools diese Tatsachen in den Überlegungen zu berücksichtigen. Denn nur so lässt sich erkennen, dass hohe Berechnungsgenauigkeit und die Nachvollziehbarkeit für den Kunden gegenläufige Ziele sind. Sowohl eine Unterteilung in 15 Subperioden wie auch eine Berechnung aufgrund einer täglichen Bewertung machen das Resultat für einen Durchschnittskunden nicht mehr nachvollziehbar.

«Unlogische» Resultate

Dies wird zusätzlich dadurch erschwert, dass der Privatkunde noch immer – und verständlicherweise – «in Geld denkt». Modifiziert man das vorherige Beispiel leicht (Aktie steigt in der zweiten Periode auf CHF 2400), so resultiert ein auf den ersten Blick «unlogisches» Resultat.

Obwohl der Kunde das Gefühl hat, «geldmässig» einen Verlust erlitten zu haben, zeigt die TWR-Performance ein Resultat von +20%! (Tabelle unten) Dieses Resultat ist korrekt und kann auch an Hand der Aktie verifiziert werden. Es kommt dadurch zu Stande, dass in der performancemässig «guten» Hälfte der Periode weniger Kapital zur Verfügung stand als in der «schlechten».

Der Nachvollzug bzw. die Erklärung gegenüber dem Kunden stellt aber auch für den geübten Vermögensverwalter eine echte Herausforderung dar. Oft wird deshalb der Ruf nach einer «ungenaueren», dafür aber einfacher erklärbaren Methode laut.

Empfehlungen

Diese Grundprobleme führen zu folgenden Empfehlungen:

1. Finden Sie eine für Ihr Institut und Ihre Kundschaft passende Balance zwischen Berechnungsgenauigkeit und Nachvollziehbarkeit.
2. Achten Sie bei der Evaluation des Tools und bei der Konzeption der Implementierung nicht nur auf die Berechnungsmethode, sondern auch auf die Bewertungsqualität und die Bewertungsabläufe.
3. Lösen Sie diese Probleme so gründlich, dass Sie nicht nur auf monatliche Bewertungen wechseln können, wie in den Standards gefordert, sondern direkt auf tägliche.
4. Seien Sie sich bewusst, dass Sie erst nach diesem Schritt Themen wie Benchmarkvergleiche und performanceabhängige Gebühren sauber anpacken können.
5. Zeigen Sie auf den Kunden-Statements eine einfachere, jedoch nachvollziehbare Performancezahl als ergänzende Information. Verlangen Sie deshalb von Ihrem

Tool, dass es mehrere Methoden zur Berechnung der Performance parallel darstellen kann.

Und für Selbständige?

Für selbständige Vermögensverwalter muss man diese Empfehlungen ergänzen, denn im Gegensatz zu Banken steht ihnen meist kein positionsführendes System als Bewertungsbasis zur Verfügung.

6. Berücksichtigen Sie in Ihren Überlegungen neben der Berechnungsgenauigkeit und der Nachvollziehbarkeit auch den Aufwand für die Datenpflege.
7. Wählen Sie gegebenenfalls eine einfachere Methode, wenn diese für Ihre Konstellation vertretbar ist und sich der Datenpflegeaufwand dadurch stark vermindert.
8. Die höchsten Anforderungen lassen sich nur auf Basis eines positionsführenden Systems erfüllen. Versuchen Sie nicht, dieses System selber aufzubauen, sondern holen Sie sich einen Partner, der es Ihnen als Service Provider zur Verfügung stellt. Mit klugem Outsourcing können Sie somit nicht nur die umfangreiche Datenpflege auslagern, sondern auch die Entwicklung von Lösungen für zukünftige Anforderungen an Ihren Service Partner delegieren.

Datum	Portfolio/Ereignis	Wert/Resultat
31.12.98	1000 x 2000	2 000 000
14.02.99	1000 x 1200	1 200 000
14.02.99	Kapitalrückzug	- 600 000
14.02.99	500 x 1200	600 000
31.03.99	500 x 2400	1 200 000
	Wertabnahme	- 800 000
	Nettoveränderung	- 200 000
	Mod. Dietz Methode	- 11.8%
	Time Weighted Return	+ 20.0%