

Lohnt sich aktives Portfolio Management wirklich? Und kann man Out-Performance korrekt messen?

Zahlreiche wissenschaftliche Untersuchungen belegen, dass bis zu 90 % der aktiven Fondsmanager ihren Vergleichsindex (Benchmark) über einen Zeitraum von 10 bis 15 Jahren nach Abzug der Kosten nicht schlagen können. Das ist keine neue Information. Jede KI-Abfrage liefert heute so ähnliche Ergebnisse.

Aber was ist mit den 10% der aktiv gemanagten Fonds, welche kurz- und oder langfristig tatsächlich eine Out-Performance ausweisen können. Liefert hier die verwendete Performancemessmethodik wirklich verlässliche Ergebnisse?

Um diese Frage fundiert beantworten zu können, müssen wir verschiedene Analysen durchführen bzw. weitere Fragen abklären:

- Mit welcher Methode wurde die Performance gemessen?
- Wurde bei der Performancemessung ein adäquater Benchmark verwendet?
- Wie verläuft die zeitliche Entwicklung der erzielten Out-Performance?

Auf den ersten Blick scheinen diese drei Fragen eher bedeutungslos, ihre weitreichenden Konsequenzen auf die Performanceergebnisse und deren zeitliche Entwicklung werden im Verlauf des vorliegenden Textes aber offensichtlich.

Mit welcher Methode wurde die Performance gemessen?

Wir verstehen den Begriff Performance als Differenz zwischen der erzielten Portfoliorendite und der Rendite des jeweiligen ausgewählten Benchmarks. Die Methoden zur Performancemessung lassen sich grob in rendite- und gewichtsbasierte Methoden unterscheiden.

Die sehr verbreitete renditebasierte Methode berechnet die durchschnittliche Überschussrendite oder die Kennzahlen Alpha und Beta. Ein statistisches Verfahren bzw. eine einfache Regressionsanalyse berechnet die Werte für Alpha und Beta. Der Aufwand der Datenbeschaffung konzentriert sich dabei auf die Portfolio- und Benchmarkebene und ist somit überschaubar. Dies ist ein Vorteil. Durch die Aggregation der Rendite- und Gewichtsinformationen der einzelnen Investitionen gehen aber performancerelevante Informationen aus der Titelebene teilweise verloren.

Die Kennzahl Alpha zur Messung einer risikoadjustierten Performance kann sogar negative Alphawerte anzeigen, obwohl der Portfolio Manager das Beta über die Zeit hinweg bezüglich wechselnder Marktbedingungen performancesteigernd verändert hat.

Ein weiterer Nachteil ist die Abhängigkeit der Performanceergebnisse von der Auswahl eines Benchmarks. Je nach Benchmarkwahl variieren die Werte der Out- oder Under-Performance deutlich. Dies führt uns zur nächsten wichtigen Frage.

Wurde bei der Performancemessung ein adäquater Benchmark verwendet?

Das Benchmark-Universum lässt sich z.B. nach Regionen, Ländern, Sektoren oder Themen unterscheiden. Oft gibt es im Aktienbereich eines Landes einen Benchmark (Index) für grosskapitalisierte Unternehmen, einen Benchmark (Index) mit den klein- bis mittelkapitalisierten Unternehmen und einen Benchmark der dem Gesamtindex entspricht. Empirisch lässt sich der Size-Effekt für mehrere Aktienmärkte nachweisen. Der Size-Effekt bezeichnet eine bekannte Anomalie des Aktienmarktes: Unternehmen mit einer geringen Marktkapitalisierung (Small Caps) erzielen langfristig im Durchschnitt höhere Renditen als grosse Unternehmen (Large Caps). Eine mögliche Erklärung hierfür wäre, dass Small Caps im Vergleich zu Large Caps auf weniger informationseffizienten Märkten gehandelt werden. D.h. ein aktiver Fondsmanager kann noch nicht im Markt verarbeitete Informationen nutzen und Mehrrendite generieren.

Angenommen ein aktiver Fondsmanager übergewichtet systematisch Small Caps und untergewichtet dafür Large Caps. Für die Performancemessung stellt sich nun die Frage, gegen welchen Benchmark soll verglichen werden. Meistens fällt die Wahl dann auf den unter Investoren und Finanzanbietern bekanntesten und meistgenutzten Benchmark den Gesamtindex eines bestimmten Landes (z.B. für die Schweiz, Swiss Performance Index – SPI). Dies bedeutet, der aktive Fondsmanager kann gem. dieser Messung eine Out-Performance erzielen. Macht man sich die Mühe und misst z.B. gegenüber dem Small Caps Benchmark, was aufgrund der Small Caps Übergewichtung der adäquatere Benchmark wäre, reduziert sich die Mehrrendite aus dem Size-Effekt und somit auch die gemessene Out-Performance. Im Worst Case resultiert sogar eine langfristige Under-Performance.

Falls im Investment Reporting doch eine langfristige Out-Performance (z.B. seit Lancierung des Produktes) ausgewiesen wird, lohnt es sich zu prüfen, wie kontinuierlich diese Überrendite gegenüber dem Benchmark sich über die Zeit hinweg entwickelte.

Wie verläuft die zeitliche Entwicklung der erzielten Out-Performance?

Die Performanceergebnisse werden meistens in einem Chart mit zwei Linien dargestellt. Die eine Linie zeigt die Entwicklung des zeitlichen Wertzuwachses des Portfolios bzw. die andere Linie diejenige des Benchmarks. Beide Linien starten indexiert bei z.B. 100 Geldeinheiten. Der Abstand zwischen den beiden Linien zeigt die kumulierte Wertdifferenz zwischen Portfolio und Benchmark und kann auch als Out- oder Under-Performance interpretiert werden.

Angenommen die Linie des Portfolios liegt über derjenigen des Benchmarks am Ende der Messperiode. Dies lässt den Schluss zu, der aktive Fondsmanager hat gegenüber dem hier ausgewählten Benchmark eine Out-Performance erzielt. Zu welchem Zeitpunkt und in welchem Umfang diese Out-Performance generiert wurde lässt sich anhand der beiden Linien nur schwer ablesen. Oft ist es schon vorgekommen, dass die gemessenen Portfoliorenditen vor allem in der Startphase des Produktes die Benchmarkrenditen deutlich schlagen konnten. Mit Zunahme der Produkt-Lebensdauer die Benchmarkrenditen aber nicht mehr erreicht wurden und somit die aufgebaute Out-Performance über die Zeit hinweg kontinuierlich abnahm.

Um die Fähigkeiten eines aktiven Fondsmanagers besser evaluieren zu können, sollte man den Performance-Chart anders wie üblich darstellen. Wir benötigen nur noch eine Linie im Chart. Wir bilden die Renditedifferenzen zwischen Portfolio und Benchmark (z.B. eine wöchentliche Zeitreihe). Mit diesen Renditedifferenzen berechnen wir dann den zeitlichen Wertzuwachs basierend auf der Out- oder Under-Performance. Die Linie startet z.B. mit dem Geldwert 1. Entwickelt sich die Linie im Chart stetig nach oben bzw. ohne grosse Schwankungen, lässt dies den Schluss zu, dass der aktive Fondsmanager die Out-Performance nicht nur zufällig während einer begrenzten Zeitperiode erzielen konnte, sondern diesen Mehrwert nachhaltig den Investoren bieten kann.

Das Problem der Auswahl des «richtigen» Benchmarks bleibt aber bestehen! Der jeweilige verwendete Benchmark kommt sozusagen von aussen bzw. exogen in die Methodik der Performancemessung hinein. Sämtliche renditebasierten Performancemessungen sind auf einen exogenen Benchmark angewiesen.

Dies führt uns zu den beiden abschliessenden Fragen:

- Besteht die Möglichkeit die Performance auch ohne einen exogen vorgegebenen Benchmark zu messen?
- Ist die Erzielung von Out-Performance gegenüber einem endogenen Benchmark empirisch nachweisbar?

Besteht die Möglichkeit die Performance auch ohne einen exogen vorgegebenen Benchmark zu messen?

Die Antwort lautet: Ja. Wir müssen uns aber vom Konzept des exogenen Benchmarks verabschieden. Da der Begriff «Performance» nicht mit dem Begriff der «Rendite» gleichzusetzen ist, sondern es sich um eine Renditedifferenz handelt, können wir den Benchmark als Vergleichsgrösse nicht ersatzlos streichen. Wir ersetzen deshalb einen exogenen Benchmark durch einen endogenen Benchmark. Dies impliziert eine neue Performancemessmethodik. Wir ersetzen die traditionelle renditebasierte durch eine neue gewichtsbasierte Performancemessmethode.

Wie funktioniert die gewichtsbasierte Performancemessung? Diese Methode misst auf der Titlebene den Zusammenhang zwischen den aktiven Veränderungen der Titelgewichte (Portfoliogewichte) durch den Fondsmanager und den anschliessenden Kursveränderungen

(Renditen) dieser Titel. Die Stärke dieses Zusammenhangs lässt sich statistisch über die Kovarianz bzw. Korrelation messen.

Die Veränderung eines Titelgewichts ergibt sich aus der Differenz zwischen einem in der Vergangenheit gemessenen Gewichts und demjenigen zu einem späteren Messzeitpunkt sich über die Zeit passiv und aktiv veränderten Gewichts. Die jeweiligen Gewichte in der Vergangenheit bilden somit den notwendigen Benchmark. Es werden keine exogenen Titelgewichte benötigt. Deshalb die Bezeichnung endogener Benchmark. Die Herausforderung bei der gewichtsbasierten Performancemessung besteht darin, dass die passiven durch Preisbewegungen entstandenen Gewichtsveränderungen von den aktiven durch den Fondsmanager getätigten Titeltkäufe und -verkäufe resultierenden Gewichtsveränderungen strikt voneinander unterschieden werden müssen.

Ist die Erzielung von Out-Performance gegenüber einem endogenen Benchmark empirisch nachweisbar?

Der aktive Fondsmanager erzielt eine positive Performance gegenüber seinem endogenen Benchmark, wenn er das Gewicht eines Titels im Portfolio erhöht (reduziert) hat und anschliessend der Preis dieses Titels steigt (fällt). Im umgekehrten Fall einer Gewichtserhöhung und Kurszerfall bzw. Gewichtsreduktion und Kursanstieg misst die Methode einen negativen Performancebeitrag. D.h. eine Kovarianz grösser Null insgesamt über alle Titel im Portfolio und über die Messperiode hinweg, zeigt eine erzielte Out-Performance gegenüber dem endogenen Benchmark an.

Mehrere empirische Arbeiten zur gewichtsbasierten Performancemessung mit jeweils einer unterschiedlichen Datenbasis bestätigen die Erzielung zumindest ökonomisch signifikanter Out-Performances vor Abzug der Kosten bei aktiven Fondsmanagern. Berücksichtigt man die Portfolio Management Gebühren tendieren die meisten Mehrrenditen langfristig gegen Null. Performancemessungen mit renditebasierten Methoden kommen zu ähnlichen Ergebnissen.

Zusammenfassung und Fazit

Die Erzielung von Out- und Under-Performance ist ein Nullsummenspiel. Ganz einfach gesagt: Halten Fondsmanager ein Übergewicht in einem Vermögenswert, müssen andere Fondsmanager dort ein Untergewicht halten. Die Erzielung von positiven Renditen am Kapitalmarkt ist dagegen kein Nullsummenspiel, hier existiert statistisch gesprochen ein positiver Erwartungswert.

Die renditebasierte Performancemessung mit ihren exogenen Benchmarks bleibt weiterhin eine pragmatische und anerkannte Methode, die Performance zu ermitteln. Um die Performanceergebnisse besser einordnen zu können, ist es aber von Vorteil, die Grenzen der verwendeten Messmethodik zu kennen und zu verstehen.

Die gewichtsbasierte Performancemessung lässt zum einen Vergleiche mit traditionellen Messmethoden zu und zum anderen aufgrund der Unabhängigkeit gegenüber exogenen Benchmarks, lassen sich die Fähigkeiten aktiver Fondsmanager Performance bzw. Mehrrenditen zu generieren, exakter überprüfen als mit renditebasierten Methoden.

Mehrere voneinander unabhängig durchgeführte empirische Analysen mit gewichtsbasierten Performancemessungen zeigen **vor Abzug der Kosten eine Out-Performance zwischen 0.24% bis 0.27% pro Jahr**. Aktuelle Messungen zeigen ähnliche Ergebnisse, was die These stützt, dass es sich um stabile im Sinne von wiederholbaren Performanceergebnissen handelt.