

Thema des Monats August 2012

## Relative Performancemaße

In der Juniausgabe des „Thema des Monats“ hatten wir uns mit der Volatilität und dem Sharpe Ratio beschäftigt, zwei Indikatoren die bei der Beurteilung der absoluten Performance herangezogen werden und in vielen Factsheets ausgewiesen werden. Im Folgenden begeben wir uns auf die relative Betrachtungsebene und widmen uns einigen Kennzahlen, die bei der Beurteilung der Managementqualität eine Rolle spielen und dem Leser ebenfalls häufig auf Factsheets begegnen.

### Relative Performance

Die absolute Performance (Wertentwicklung) eines Fonds (vor Kosten) ist das Ergebnis aus der Entwicklung des Marktes<sup>1</sup> und der Anlageentscheidungen des Managers. Um diese beiden Ertragsquellen differenziert betrachten zu können, wird den meisten Fonds eine den relevanten Markt repräsentierende Benchmark beigegeben, d.h. ein Vergleichsindex, der die Wertentwicklung eines Portfolios misst, das genauso zusammengesetzt ist wie „der Markt“. Soweit es sich nicht um einen sogenannten „Index-Tracker“ (auch: passiv gemanagtes Portfolio) handelt, wird der Manager versuchen, über eine vom Indexportfolio mehr oder weniger stark abweichende Fondsstruktur einen höheren Ertrag als den Benchmarkertrag zu erzielen. Diesen Ertragsunterschied bezeichnet man als relative Performance, die häufig über verschiedene Perioden (z.B. 1 Jahr, 3 Jahre, 5 Jahre, seit Auflegung) ausgewiesen wird:

$$\text{Relative Performance} = \text{Fondsperformance} - \text{Benchmark („Markt“-Performance)}$$

Positive (negative) relative Performance bezeichnet man auch als Outperformance (Underperformance).

Bei Publikumsfonds wird die Fondsperformance und damit auch die relative Performance in der Regel nach Kosten ausgewiesen. Die tatsächliche Leistung des Fondsmanagers kann man aber eher aus der Performance vor Kosten erkennen, die im institutionellen Geschäft mit seinen individuell ausgehandelten Managementgebühren eine Rolle spielt.

### Alpha

Ist die relative Performance allein dem Geschick des Managers zuzurechnen? Die Kapitalmarkttheorie sieht dies etwas differenzierter: Danach wird ein Investor für das Eingehen von Risiken mittelfristig durch eine höhere Performance entlohnt. Er nimmt quasi ein „Risikoprämie“ ein. In unserem Zusammenhang bedeutet das, dass ein Fonds der permanent z.B. auf Aktien mit höherem Marktrisiko setzt, d.h. auf Aktien, die bei steigendem Markt in der Regel stärker steigen und bei fallendem Markt in der Regel stärker fallen, auf mittlere Sicht einen Ertrag oberhalb des Marktertrags erzielt – allerdings bei höherem Marktrisiko. Die Relation zwischen dem „Marktrisiko des Fonds“ und dem „Risiko des Marktes“ bezeichnet man als das Fonds-Beta.<sup>2</sup> Ein Fonds mit einem Beta von 1 besitzt das gleiche Marktrisiko wie die Benchmark als Repräsentant des Marktes. Ein Fonds mit einem Beta von z.B. 1,1 (0,9) reagiert deutlicher (weniger deutlich) auf Bewegungen des Marktes als ein Beta-neutraler Fonds.

Mit dem Indikator „Alpha“ soll der Teil der relativen Performance abgebildet werden, der nicht lediglich auf das Eingehen eines höheren oder niedrigeren Marktrisikos zurückzuführen ist. Alpha repräsentiert dann quasi den marktunabhängigen Teil der Performance. Bei der Bestimmung des Alphas wird der auf ein höheres oder niedrigeres Marktrisiko zurückzuführende Performancebeitrag „herausgerechnet“. Ist das Beta des Fonds gleich 1 stimmen relative Performance und Alpha überein. Wurde der Fonds über den Betrachtungszeitraum mit einem Beta größer 1 gefahren, ist das Alpha kleiner als die relative Performance - und umgekehrt.

<sup>1</sup> Um die Darstellung zu vereinfachen gehen wir im Folgenden davon aus, dass der Fonds nur einen Markt berücksichtigt, z.B. den Euroland-Aktienmarkt. Die Überlegungen und Aussagen lassen sich aber leicht auf klassische gemischte Fonds oder Multi Asset-Fonds übertragen.

<sup>2</sup> Dies wird durch Lineare Regression ermittelt.

## Tracking Error

In dem eingangs erwähnten Artikel zu Volatilität und Sharpe Ratio wurde das Risiko als zweite Dimension der Anlagergebnisse herausgestellt. In der relativen Betrachtung gibt es als Pendant zur Volatilität den Tracking Error, als Maß für die Schwankung der relativen Erträge. Genauer wird hier die Standardabweichung<sup>3</sup> der relativen Performance (z.B. relative Monatserträge) um die **durchschnittliche relative Performance** ermittelt. Es ist also nicht ganz richtig, wenn man den Tracking Error (mit Blick nach vorn) als Maß<sup>4</sup> für das Risiko, die Benchmark zu unterschreiten, interpretiert. Beispielsweise wäre – bei symmetrischer Verteilung von Out- und Underperformance - das Risiko bei einem Manager, der im Durchschnitt gerade die Benchmark erreicht 50%; hingegen bei einem Manager der mittelfristig Outperformance erzielt niedriger als 50%, da ja nicht jedes Unterschreiten der durchschnittlichen Outperformance schon eine Underperformance der Benchmark bedeutet. Allerdings kann man bei Managern mit gleicher durchschnittlicher Outperformance feststellen, dass das Risiko der Benchmarkunterschreitung bei dem mit höherem Tracking Error größer ist.

Die Höhe des Tracking Errors hängt einerseits davon ab, wie stark die Struktur des Fonds von der der Benchmark abweicht, wird aber auch von der Volatilität der berücksichtigten Anlagen bestimmt. Daher liegt z.B. der Tracking Error von Rentenfonds (selten über 2 %, häufig niedriger) in der Regel deutlich unter dem von Aktienfonds (4% und mehr).

## Information Ratio

Das Information Ratio führt relative Performance und Tracking Error zusammen und liefert so – ähnlich wie das Sharpe Ratio hinsichtlich der absoluten Performance - ein risikoadjustiertes Performancemaß:

$$\text{Information Ratio} = \text{Relative Performance} / \text{Tracking Error}$$

Das Information Ratio erlaubt auch bei unterschiedlichem Niveau der Outperformance die Aussage: je höher das Information Ratio, umso geringer das Risiko, die Benchmark zu unterschreiten. Sein Wert als Performanceindikator wird zudem deutlich, wenn man sich vergegenwärtigt, dass die Höhe einer Outperformance nicht nur von der Qualität der Prognosen des Fondsmanagers abhängt, sondern auch vom Grad der „Aggressivität“ der Umsetzung. Ein Beispiel: Haben zwei gemischte Fonds eine Benchmark die 50% Anleihen und 50% Aktien enthält, und schätzen die beiden Fondsmanager korrekt ein, dass der Aktienmarkt über die kommenden 12 Monate besser performen wird als der Rentenmarkt, so wird der Manager, der daraufhin eine Allokation 70% Aktien/30% Anleihen fährt eine doppelt so hohe Outperformance erzielen, wie der Manager der seine Sicht nur mit einer 60/40 Allokation umsetzt.<sup>5</sup> Da sein Tracking Error über diese 12 Monate aber ebenfalls doppelt so hoch ist, sind die Information Ratios der beiden Manager über diesen Zeitraum gleich.

Die vorgestellten Indikatoren bieten dem Investor eine differenziertere Information über die relative Performance und können bei der Auswahl eines geeigneten Fonds hilfreich sein. Investoren (z.B. institutionelle Anleger), die die Chance haben, das Management noch genauer zu durchleuchten, lassen neben solchen quantitativen Größen auch qualitative Aspekte wie die Konsistenz und Transparenz des Investmentprozesses oder die Kompetenz und Stabilität des Teams in ihre Entscheidung für ein Produkt eingehen.

## Anhang

Wir erläutern die nachstehende Formel für die Standardabweichung direkt am Beispiel des Tracking Error:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (R_i - \bar{R})^2}$$

<sup>3</sup> Zur Definition der Standardabweichung vgl. den Anhang.

<sup>4</sup> Der historische Tracking Error ist nur ein grobes Maß für das Abweichungsrisiko, kann aber eine gewisse Orientierung geben. Bei der Steuerung des Portfolios verwendet der Fondsmanager komplexe Verfahren, die die aktuelle Portfoliostruktur berücksichtigen.

<sup>5</sup> Performanceunterschiede, die auf unterschiedliche Titelgewichtungen innerhalb der Aktien –bzw. Rentenquote zurückzuführen sind, sollen hier unberücksichtigt bleiben. Außerdem gehen wir in dem Beispiel davon aus, dass für beide Fonds jeweils die gleichen Indizes für das Aktien-bzw. das Rentensegment verwendet werden.

Wird der Tracking Error auf Basis monatlicher **relativer** Ertragsraten berechnet, so bezeichnet N die Anzahl der Monate (z.B. 60 für einen 5 Jahreszeitraum),  $R_i$  ist die relative Performance im i-ten Monat (z.B. für  $i=15$ : relative Performance im 15. Monats).  $\bar{R}$  ist die durchschnittliche relative Monatsperformance. In der Regel wird der Tracking Error annualisiert ausgewiesen. Dazu ist der obige Wert noch mit der Quadratwurzel aus 12 zu multiplizieren.

### Hintergrundinformationen:

#### WestLB Mellon Asset Management KAG mbH

WestLB Mellon Asset Management (WMAM) ist ein Gemeinschaftsunternehmen zwischen WestLB AG, umfirmiert in Portigon AG seit dem 1.7.2012, und The Bank of New York Mellon Corporation (BNY Mellon). Das Unternehmen ist ein deutscher Vermögensverwalter mit Fokus auf institutionelle und Retail-Kunden. Mit der Zugehörigkeit zu BNY Mellon steht unseren Kunden der Zugang zu einem umfassenden Angebot an Investmentdienstleistungen offen.

Zu den Kunden zählen Unternehmen, Pensionskassen, Fondsgesellschaften, Stiftungen, Banken, Zentralbanken, Sparkassen, Regierungsbehörden und Versicherungsgesellschaften. Die WestLB Mellon Asset Management KAG wurde im Jahre 1969 in Düsseldorf gegründet und zählt zu den marktführenden Spezialfondsanbietern in Deutschland.

Weitere Informationen zu WestLB Mellon Asset Management unter: [www.wmam.de](http://www.wmam.de)

Vorliegendes Dokument wurde durch die WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH (WMAM KAG), die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt.

Es beinhaltet weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Sie beinhaltet auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden dürfte. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen der WMAM KAG zum Zeitpunkt der Drucklegung wider. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen.

Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen oder Schätzungen spiegeln unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Die WMAM KAG oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben.

Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Die WMAM KAG übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der WMAM KAG reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie ggf. den Wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der WestLB Mellon Asset Management KAG mbH, Elisabethstraße 65, 40217 Düsseldorf oder unter [www.wmam.de](http://www.wmam.de) bezogen werden.

Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkursschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück.

Sollte die WMAM KAG Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt die WMAM KAG Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält die WMAM KAG hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch die WMAM KAG verwaltete oder vertriebene Fondsvolumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Sie erhöht sich nicht durch die an die WMAM KAG gezahlten Entgelte. Eine direkte Belastung des Investors erfolgt nicht. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen.

Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden.

Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handelns der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht.

Copyright © 2011 Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen, Daten und ausgedrückten Meinungen ("Informationen"): (1) sind das Eigentum von Morningstar und/oder seiner Inhaltelieferanten und stellen keine Anlageberatung oder die Empfehlung, bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dar, (2) dürfen ohne eine ausdrückliche Lizenz weder kopiert noch verteilt werden und (3) werden ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität nicht zugesichert. Morningstar behält sich vor, für den Zugang zu diesen Ratings und/oder Rating-Berichten Gebühren zu erheben. Weder Morningstar noch seine Inhaltelieferanten sind für Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus der Verwendung von Ratings, Rating-Berichten oder hierin enthaltenen Informationen herrühren.