



## Welche Performance muss ausgewiesen werden?

# Strategische Asset Allokation und Performancebericht

Bei vielen Performanceberichten wird entweder nur gerade die gesamte Anlageperformance ausgewiesen, oder aber man wird mit Performancezahlen geradezu überhäuft.

Natürlich interessiert sich ein Auftraggeber vor allem für die gesamte Anlageperformance, denn diese fasst die Rendite einer Anlage in einer einzigen Zahl zusammen. Im nachfolgenden Artikel geht es jedoch um die zeitgewichtete oder TWR-Performance, welche einen Performancevergleich mit anderen, echten oder fiktiven Anlagen ermöglicht.

Bei einer globalen Betrachtung der Anlageperformance sind die Vergleichsmöglichkeiten beschränkt. In Sonderfällen wie den Pensionskassen werden allgemein gebräuchliche Indizes, zum Beispiel der CS Schweizer Pensionskassen Index oder die BVG-Indizes der Bank Pictet zu Vergleichen herangezogen.

Performanceanalysen aufgrund von allgemeingültigen Indizes müssen jedoch mit Vorsicht genossen werden, denn viele Faktoren welche die Modalitäten einer Gesamtanlage bestimmen können dabei nicht berücksichtigt werden. Deshalb ist eine verfeinerte Performanceanalyse der Anlage unerlässlich. Und dazu muss zusätzlich zur Gesamtpomance die Performance einzelner Anlagekategorien berechnet werden.

### Performance der Anlagekategorien

Unter Anlagekategorien verstehen wir verschiedene Unterkategorien der Globalanlage, zum Beispiel:

- Flüssige Mittel
- Obligationen in CHF
- Obligationen in Fremdwährungen
- Aktien Schweiz
- Aktien Ausland
- Immobilien
- Alternativenanlagen

Der grosse Vorteil solcher Anlagekategorien liegt in der Vergleichbarkeit ihrer Performance mit derjenigen von standardisierten Benchmarks wie dem SPI für Schweizer Aktien oder dem SBI für Obligationen in Schweizerfranken. Für globalere Gefässe wie Aktien Europa gibt es von spezialisierten Agenturen berechnete Indizes.

Tabelle 1 liefert das Beispiel eines solchen Vergleichs unter Angabe, für jede Anlagekategorie, der Benchmark, ihrer Performance, sowie der effektiven Performance (siehe Seite 78).

Der Performanceausweis pro Anlagekategorie und dessen Vergleich mit standardisierten Benchmarks bietet klare Vorteile gegenüber einem einfachen Performanceausweis für die Gesamtanlage. Problematisch bleibt jedoch der Vergleich der Gesamtpomance mit einzelnen Benchmarks. Dieser Vergleich ist nur möglich unter Berücksichtigung der strategischen Allokation.

### Strategische Allokation

Die strategische Allokation besteht aus einer Gewichtung verschiedener Anlagekategorien, welche als langfristiges Ziel bezeichnet werden kann. Sie berücksichtigt die erwartete Rendite, die Risiken und die Korrelationen der verschiedenen Anlagekategorien ebenso wie die Risikofähigkeit des Anlegers. Zusätzlich zur strategischen Gewichtung wird für jede Anlagekategorie ein Minimum und ein Maximum definiert, um dauernde Neugewichtungen wegen Kursschwankungen zu vermeiden und dem Verwalter genügend Spielraum für eine zeitweilige Über- oder Untergewichtung gewisser Anlagekategorien ein-

zuräumen. Tabelle 2 zeigt ein solches Beispiel einer Anlagestrategie.

Die strategische Allokation ermöglicht die Festlegung einer individuellen Benchmark für unsere Gesamtanlage. Wir können nämlich aufgrund der strategischen

### In Kürze

- > Die Performance dient hauptsächlich zu Vergleichszwecken
- > Der Performancebericht muss gleich strukturiert sein wie die strategische Allokation

Gewichtung einen Mischindex aufbauen. Die Performance dieser Benchmark errechnet sich aus der gewichteten Summe der Performance der Benchmark jeder einzelnen Anlagekategorie, wobei die Gewichtung der strategischen Allokation entspricht. Zu bemerken ist, dass dieser Mischindex nicht einer Passivstrategie entspricht, sondern einer laufende Neugewichtung der Anlage gemäss der strategischen Allokation. Tabelle 3 stellt dies beispielhaft dar.

Nun können wir zurückkehren zu unserer globalen Anlageperformance und diese mit dem individualisierten Mischindex vergleichen.

Der Unterschied zwischen der effektiven Performance der Gesamtanlage und der Benchmark hat einen doppelten Ursprung:

**Die Selektivität:** Die Performance einer bestimmten Anlagekategorie weicht von der entsprechenden Benchmark daher ab, weil die Zusammensetzung des Verwalterportfolios mit derjenigen der Benchmark nicht identisch ist. Die durch den Vermögensverwalter getroffene Titelauswahl (Selektivität) kann im Vergleich zur Benchmark zu einer Über- oder Unterperformance führen.

**Tabelle 1**

Anlagekategorie	Benchmark	Benchmark-Performance	Effektive Performance
Flüssige Mittel	CHF 3-Mo. Eurodeposit	2.44	2.45
Obligationen CHF	Swiss Bond Index	-0.29	1.94
Obligationen FW	World Government Bond Index	2.93	3.01
Aktien Schweiz	Swiss Performance Index	-0.05	0.41
Aktien Europa	MSCI Europe ex-CH	6.49	10.01
Aktien USA	MSCI North America	-0.69	0.54
Aktien Pazifik	MSCI Pacific	-2.34	4.96

**Tabelle 2**

Anlagekategorie	Strategische Gewichtung	Minimale Gewichtung	Maximale Gewichtung
Flüssige Mittel	14	3	18
Obligationen CHF	35	28	40
Obligationen FW	18	12	25
Aktien Schweiz	14	8	20
Aktien Europa	11	6	18
Aktien USA	4	2	8
Aktien Pazifik	4	0	8

**Tabelle 3**

Anlagekategorie	Strategische Gewichtung in %	Benchmark	Performance der Benchmark
Flüssige Mittel	14	CHF 3-Mo. Eurodeposit	2.44
Obligationen CHF	35	Swiss Bond Index	-0.29
Obligationen FW	18	World Government Bond Index	2.93
Aktien Schweiz	14	Swiss Performance Index	-0.05
Aktien Europa	11	MSCI Europe ex-CH	6.49
Aktien USA	4	MSCI North America	-0.69
Aktien Pazifik	4	MSCI Pacific	-2.34
Gesamtanlage		Mischindex	1.50

Das Timing: Die Performance der Gesamtanlage unterscheidet sich von derjenigen der Benchmark, weil die Gewichtung der verschiedenen Anlagekategorien von der strategischen Gewichtung abweicht. Einerseits führen Kursschwankungen zu Schwankungen in der effektiven Gewichtung und andererseits verfügt der Vermögensverwalter über einen gewissen Spiel-

raum zur Über- oder Untergewichtung bestimmter Anlagekategorien.

Die Selektivität wurde eigentlich bereits durch den Performancevergleich der Anlagekategorien mit den betreffenden Benchmarks analysiert. Tabelle 1 zeigt eine klare Überperformance aller Anlagekategorien. Werden diese effektiven Performances gewichtet, so erhält man eine

Überperformance von 1.59 Prozent. Daraus kann geschlossen werden, dass die Überperformance der Anlage hauptsächlich auf eine gute Selektivität zurückzuführen ist, das Timing hingegen eine sekundäre Rolle spielt. Diese Betrachtungsweise der Selektivität und des Timings entspricht nicht der klassischen Definition der Performancezuteilung, ist aber wesentlich einfacher umzusetzen und zu interpretieren.

Zu beachten gilt, dass der Mischindex immer auf der strategischen und nicht auf der effektiven Gewichtung begründet sein muss, ansonsten wäre das Timing auch im Mischindex integriert und könnte also nicht mehr getrennt analysiert werden.

### Verteilung der Anlage auf Verwaltungsmandate

Bisher haben wir die Performance untersucht, ohne uns um die verschiedenen Verwaltungsmandate zu kümmern. Normalerweise wird jedoch nicht ein einziger Vermögensverwalter mit einer Anlage betraut. Die Anlageperformance muss daher nicht nur als Ganzes sondern auch mit Blick auf jeden einzelnen Verwalter analysiert werden, um etwelche Stärken oder Schwächen umgehend aufzudecken. Auch hier muss die Performance auf die Anlagekategorien herunter gebrochen werden, insbesondere im Fall von Mischmandaten.

Die Performanceanalyse muss allen Besonderheiten der Mandate Rechnung tragen. Verfolgen die Verwaltungsmandate nicht dieselbe Strategie wie die Gesamtstrategie, so muss man sich unbedingt vergewissern, dass die Gewichtung der Verwaltungsmandate mit der Gesamtstrategie vereinbar ist. ■

**Laurent Cantaluppi**



Link zur Webseite  
[www.chsoft.ch](http://www.chsoft.ch)

