

Information Ratio als Gradmesser

Leistungsbewertung bei Vermögensverwaltern

Roman von Ah*

Um die Leistung von Vermögensverwaltern zu messen, empfiehlt es sich zu untersuchen, wie gross die Risiken sind, die zur Erwirtschaftung einer Mehrrendite gegenüber einem Benchmark-Index eingegangen wurden. Dafür eignet sich die Kennzahl Information Ratio. Anhand dieser Zahl kann nachgewiesen werden, dass eine Eingrenzung der eingegangenen Risiken den Anlagekunden dienlich ist.

«Active Management is the victory of hope over experience» oder: die aktive Vermögensverwaltung bedeutet den Sieg der Hoffnung über die Erfahrung, lautet ein Diktum der Berater-Szene in der Vermögensverwaltung. In der Tat bekunden viele Vermögensverwalter Mühe, ihre Leistungsvorgaben in der Form von Benchmarks (Gradmesser, Barometer; meistens ein Börsenindex) zu übertreffen. Die viel gehörte Losung lautet deshalb, den Hauptteil des Geldes («Core»-Anlagen) passiv gemäss einem Index zu investieren und einen Mehrertrag mit aggressiven aktiven Strategien («Satellite»-Strategien) zu suchen. Diese Rezeptur ist jedoch nur auf den ersten Blick einleuchtend. Es lohnt sich, die Leistung von Vermögensverwaltern unter Einbezug des eingegangenen Risikos zu beurteilen.

Einbezug des eingegangenen Risikos

Die Information Ratio (IR) ist eine Kennzahl, die sich dafür sehr gut eignet. Die IR ist definiert als Überschussertrag pro Jahr (d. h. Anlage-Erfolg des Portfolios minus Wertentwicklung des Benchmark-Indexes) dividiert durch dessen jährliche Standardabweichung (auch als Abweichungsfehler oder Tracking Error bekannt). Beim Leistungsvergleich zwischen zwei Vermögensverwaltern wird somit das zur Erzielung der Mehrrendite eingegangene Risiko mitberücksichtigt. Die Zielsetzung des Kunden an den Vermögensverwalter lautet: liefere mir eine möglichst hohe Information Ratio.

Dem steht die Praxiserfahrung des Möglichen gegenüber. Interessanterweise existieren nur sehr wenige wissenschaftliche Arbeiten, welche realisierte – und nicht etwa von Vermögensverwaltern versprochene – IR untersuchen. Eine davon gibt Auskunft über realisierte Information Ratio von amerikanischen Vermögensverwaltern, welche mindestens über einen zehnjährigen Leistungsausweis verfügen und gruppiert sie gemäss ihrem Anlagestil. Obwohl die Studie aus dem Jahr 1998 stammt, dürften die Resultate weiterhin repräsentativ sein.

Die Zahlen sind ernüchternd. Der Anlagestil «marktorientiert» mit Fokus auf die Aktien von Grosskonzernen (Standardwerte) ist hierzulande am weitesten verbreitet. Die Vermögensverwalter in der US-Untersuchung, die diesen Stil benutzten, erreichten brutto eine Information-Ratio von durchschnittlich 0,11. In 87,5% der Fälle lag die IR unterhalb von 0,5, der beste Viertel hatte eine durchschnittliche IR von 0,4, der schlechteste von –0,2. Lediglich 12,5% (0%) der Portfolio Manager erreichen eine IR von 0,5 (1,0) oder mehr. Wird die Normalverteilung (Mittelwert 0,11, Standardabweichung 0,37) unterstellt, dann darf in 14,5% (1%) der Fälle eine IR von 0,5 (1,0) erwartet werden. Die Normalverteilung bildet die zu erwartenden IR relativ gut ab. Da wohl nur überdurchschnittlich gute Teilnehmer während zehn Jahren oder noch länger bei einem Performancevergleich

mitmachen, dürfte die Stichprobe die Realität eher noch zu positiv darstellen. Bei den Anlage-Stilen «Substanz», «Wachstum» und «Aktien Welt» ist das Bild nicht besser. Eine Ausnahme stellen dagegen Vermögensverwalter dar, die in «Small Caps», also Aktien kleiner Unternehmen, und «Sector Bonds» (Unternehmensanleihen) investieren.

Aufschlussreich ist nicht nur eine Sortierung der Überschuss-Performance von Vermögensverwaltern nach ihrem Anlagestil, sondern auch nach ihrer Risikobereitschaft im Vergleich zum Index (vgl. Tabelle). Es lässt sich feststellen, dass sich die IR von risikokontrollierten und traditionellen Vermögensverwaltern unterscheiden. Die risikokontrollierten Verwalter weisen einen Tracking Error (TE) zwischen 1% und 3% auf, die traditionellen einen solchen zwischen 5% und 15%. Asset Manager, welche die im Vergleich mit dem Benchmark-Index eingegangenen Risiken in einer Bandbreite von 1% bis 3% eingrenzen, haben in der Beobachtungsperiode klar bessere IR erzielt als die aggressiver operierenden traditionellen Vermögensverwalter. Wer einfach auf aggressivere Vermögensverwalter setzt, muss eine durchschnittliche IR von 0,05 erwarten. Dieser Wert liegt unangenehm nahe bei null und damit bei dem Wert, der bei passiven Anlagetechniken resultiert – und erst noch ohne die Berücksichtigung der Kosten.

Strategien auf dem Prüfstand

Die Kombination von passiven Kernanlagen, ergänzt mit aggressiven Satelliten-Anlagen, muss überdacht werden. Ebenso problematisch dürften unbedachte «Best-in-Class»-Konzepte sein. Beide Konstruktionsverfahren für Portfolios sind marktingmässig einfach anzupreisen. In der Realität ist die Wahrscheinlichkeit allerdings relativ gross, beim Einbezug von aggressiven Vermögensverwaltern lediglich das Abweichungsrisiko im Indexvergleich zu erhöhen, da deren durchschnittliche IR ja nahe bei null liegt. Es wird Risiko in Kauf genommen, ohne dass die Renditesteigerung signifikant positiv ausfällt. Nur wer in der Lage ist, das beste Viertel der aggressiven Vermögensverwalter zu identifizieren, wird mit dieser Strategie vorteilhaft abschneiden. Leider gibt es keinen Grund zur Annahme, dass die Identifikation von auch in der Zukunft erfolgreichen Vermögensverwaltern leichter ist, als die mittlerweile sattsam bekannte Schwierigkeit, die richtigen Aktien auszuwählen.

Ein rationaler Umgang mit der Erwartung von positiven IR muss darin bestehen, passive, strukturierte und traditionelle Ansätze optimal miteinander zu kombinieren. Ansonsten sind für die Anleger Enttäuschungen programmiert.

*Dr. Roman von Ah ist Leiter der Sparte Asset Management und Mitglied der Konzernleitung der Julius Bär Gruppe.