

Silke Rieder

# Portfolio-Performance

Messung, Analyse und Präsentation  
für institutionelle Investoren



*Diplomica Verlag*

Silke Rieder

**Portfolio-Performance: Messung, Analyse und Präsentation für institutionelle Investoren**

ISBN: 978-3-8366-3354-3

Herstellung: Diplomica® Verlag GmbH, Hamburg, 2010

---

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden und der Verlag, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

© Diplomica Verlag GmbH

<http://www.diplomica-verlag.de>, Hamburg 2010

# Inhaltsverzeichnis

<b>INHALTSVERZEICHNIS</b>	<b>I</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b>	<b>III</b>
<b>SYMBOLVERZEICHNIS</b>	<b>V</b>
<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b>	<b>VII</b>
<b>1 EINLEITUNG</b>	<b>1</b>
1.1 <b>PROBLEMSTELLUNG</b>	<b>1</b>
1.2 <b>GANG DER ARBEIT</b>	<b>3</b>
<b>2 PERFORMANCEMESSUNG FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN</b>	<b>4</b>
2.1 <b>GRUNDSÄTZLICHES UND ANNAHMEN FÜR DAS WEITERE VORGEHEN</b>	<b>4</b>
2.2 <b>KRITISCHE BETRACHTUNG TRADITIONELLER PERFORMANCEMAßE</b>	<b>7</b>
2.2.1 <i>Die Sharpe-Ratio als leicht anwendbares Performancemaß in der Praxis</i>	<i>7</i>
2.2.2 <i>Die Treynor-Ratio behebt die Diversifikationsproblematik der Sharpe-Ratio</i>	<i>10</i>
2.2.3 <i>Die Ermittlung der Out- und Underperformer mit dem Jensen-Alpha</i>	<i>12</i>
2.2.4 <i>Die Information-Ratio als Weiterentwicklung der Alphawert-Messung nach Jensen</i>	<i>14</i>
2.3 <b>WEITERFÜHRENDE PERFORMANCEANSÄTZE</b>	<b>17</b>
2.3.1 <i>Duration und Konvexität als Maßzahlen für Portfolien mit Anlagen in festverzinsliche Wertpapiere</i>	<i>17</i>
2.3.2 <i>Die Sortino-Ratio als Modifikation der Sharpe-Ratio</i>	<i>22</i>
2.3.3 <i>Die Risk-Adjusted Performance als leicht verständliches Maß für den Anleger</i>	<i>24</i>
2.3.4 <i>Die Omega-Ratio als moderner Performance-Ansatz auf der Basis partieller Momente</i>	<i>26</i>
2.3.5 <i>Performancemessung bei Immobilien und das Problem der fehlenden Benchmark</i>	<i>27</i>
2.3.6 <i>Performancemessung bei Spezialfonds mittels ganzheitlicher KAG-Analyse</i>	<i>32</i>
2.4 <b>DAS RISIKO IM FOKUS JEDES PERFORMANCEANSATZES</b>	<b>36</b>
<b>3 PERFORMANCEANALYSE FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN</b>	<b>38</b>
3.1 <b>DIFFERENZIERUNG ZWISCHEN INTERNER UND EXTERNER PERFORMANCEANALYSE – DIE INTERESSENTEN SIND ENTSCHEIDEND</b>	<b>38</b>
3.2 <b>DIE ATTRIBUTIONSANALYSE HILFT BEI DER WAHL ZWISCHEN AKTIV UND PASSIV GEMANAGTEN PORTFOLIOS</b>	<b>40</b>
3.3 <b>RANKING- UND RATINGGESELLSCHAFTEN ZUR DURCHFÜHRUNG EXTERNER UND INTERNER PERFORMANCEANALYSEN</b>	<b>44</b>

<b>3.4</b>	<b>EUROPÄISCHE RANKINGS ALS FOLGE DER ZUNEHMENDEN INTERNATIONALISIERUNG</b>	<b>46</b>
<b>3.5</b>	<b>DIE VEREINBARUNG EINER GEEIGNETEN BENCHMARK KANN INTERESSENKONFLIKTE MIT SICH BRINGEN</b>	<b>48</b>
<b>3.6</b>	<b>DIE BEDEUTUNG DER PERFORMANCEANALYSE FÜR DAS ASSET- MANAGEMENT</b>	<b>52</b>
<b>4</b>	<b>DARSTELLUNG DER PERFORMANCE FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN</b>	<b>54</b>
<b>4.1</b>	<b>DEUTSCHE UND INTERNATIONALE STANDARDS ZUR AUSSAGEKRÄFTIGEN PRÄSENTATION VON PERFORMANCEERGEBNISSEN</b>	<b>54</b>
<b>4.2</b>	<b>DIE UNTERBINDUNG VON CHERRY PICKING FÖRDERT DIE FAIRE PRÄSENTATION DER PERFORMANCE</b>	<b>58</b>
<b>4.3</b>	<b>DER SURVIVORSHIP BIAS VERZERRT DEN VERGLEICH VERSCHIEDENER PERFORMANCEERGEBNISSE</b>	<b>61</b>
<b>5</b>	<b>RESÜMEE UND AUSBLICK</b>	<b>62</b>
	<b>ANHANG</b>	<b>65</b>
	<b>LITERATURVERZEICHNIS</b>	<b>73</b>
	<b>VERZEICHNIS DER INTERNETQUELLEN</b>	<b>79</b>

## Abkürzungsverzeichnis

AktG	=	Aktiengesetz
BaFin	=	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	=	Bundesgerichtshof
bspw.	=	beispielsweise
BVI	=	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
CAD	=	Kanadischer Dollar
CAPM	=	Capital Asset Pricing Modell
CFA	=	Chartered Financial Analyst
DAX	=	Deutscher Aktienindex
DPG	=	Deutsche Performancemessungs-Gesellschaft
DVFA	=	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management GmbH
EDHEC	=	École De Hautes Études Commerciales
ETF	=	Exchange Traded Fund
FRUG	=	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FTD	=	Financial Times Deutschland
GDV	=	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
GIPS	=	Global Investment Performance Standards
i. e. S.	=	im engeren Sinne
InvG	=	Investmentgesetz
i. w. S.	=	im weiteren Sinne
KAG	=	Kapitalanlagegesellschaft

KAGG	=	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
LPM	=	Lower Partial Moments
MaRisk	=	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MaRisk VA	=	Mindestanforderungen an das Risikomanagement bei Versicherungen
MBS	=	Mortgage-Backed Security
MDAX	=	Mid-Cap-DAX
MiFID	=	Markets in Financial Instruments Directive
PPS	=	Performance Presentation Standards
RAP	=	Risk-Adjusted Performance
REIT	=	Real Estate Investment Trust
REITG	=	REIT-Gesetz
REX	=	Rentenindex
RRTS	=	Ranking-/Rating-Transparenzstandards
SEC	=	United States Securities and Exchange Commission
SV	=	Sondervermögen
VaR	=	Value at Risk
WpDVerOV	=	Wertpapierdienstleistungs- Verhaltens- und Organisationsverordnung

## Symbolverzeichnis

$C_i$	=	Konvexität der Anlage i
$D$	=	Definitionsbereich
$D_i$	=	Duration der Anlage i
$D_{PF}$	=	Duration des Portfolios
$F$	=	kumulative Renditeverteilung des Wertpapiers bzw. Portfolios
$i$	=	Rendite der festverzinslichen Geldanlage p.a.
$IR_{PF}$	=	Information-Ratio
$LPM_2$	=	Shortfall-Varianz (für $n = 2$ )
$N$	=	Anzahl der verschiedenen Anlagen im Portfolio
$r_a$	=	aktive Rendite
$\bar{r}_{BM}$	=	durchschnittliche Rendite des BM-Portfolios
$\bar{r}_{PF}$	=	durchschnittliche Portfoliorendite
$RAP_{PF}$	=	Risk-Adjusted Performance des Portfolios
$R_f$	=	risikolose Verzinsung
$R_{\min}$	=	Mindestrendite
$SoR_{PF}$	=	Sortino-Ratio des Portfolios
$SR_{PF}$	=	Sharpe-Ratio des Portfolios
$t$	=	Zeitpunkte der Zinszahlungen
$T$	=	Laufzeiten der festverzinslichen Geldanlage
$TE_{PF}$	=	Tracking Error des Portfolios
$x_i$	=	Anteil der Anlage i am Portfoliogesamtwert
$Z_t$	=	Zahlungen bei Fälligkeit
$\alpha_J$	=	Jensen-Alpha
$\beta_{PF}$	=	Betafaktor für die Renditen des betrachteten Portfolios
$\varepsilon_{PF}$	=	Stochastischer Störterm der Regressionsgleichung
$\Omega_{(R_{\min})}$	=	Omega-Ratio

- $\sigma_{BM}$  = Volatilität der Benchmarkrendite
- $\sigma_{r_a}$  = aktives Risiko
- $\sigma_{PF}$  = Volatilität der Portfoliorendite

## **Abbildungsverzeichnis**

<b>Abb. 1: Die Bestandteile der Performanceanalyse</b>	<b>6</b>
<b>Abb. 2: Beispiel zur Treynor-Ratio</b>	<b>11</b>
<b>Abb. 3: Entwicklung der Renditestruktur für börsennotierte Bundeswertpapiere (1980-2005)</b>	<b>20</b>
<b>Abb. 4: Zusammenhang Rendite und Kurs der festverzinslichen Anlage</b>	<b>21</b>
<b>Abb. 5: Pyramide der Erfolgskriterien zur Analyse von Kapitalanlagegesellschaften</b>	<b>34</b>
<b>Abb. 6: Einordnung der Performanceanalyse in den Asset-Management- Prozeß</b>	<b>53</b>

# 1 Einleitung

## 1.1 Problemstellung

Die Messung der Performance von Anlageprodukten gemeinsam mit der Beurteilung der Performanceleistung der Manager wurde in der Vergangenheit bereits in vielen Veröffentlichungen ausführlich behandelt.<sup>1</sup> Die intensive Beschäftigung mit dem Thema ist im Vermögensverwaltungsgeschäft mit Privatkunden zum großen Teil durch die Institutionalisierung der Vermögensverwaltung<sup>2</sup> bedingt, aber auch durch die Erbgeneration<sup>3</sup>, die zum quantitativen Wachstum des angelegten Vermögens einen entscheidenden Beitrag liefert. In der institutionellen Vermögensverwaltung sind es vor allem die Globalisierung der Finanzmärkte und die zunehmende Komplexität der Finanzinstrumente,<sup>4</sup> welche die Performance-messung und -analyse immer wieder vor neue Herausforderungen stellen. Ein weiteres Schrifttum zu diesem Thema zu erstellen erscheint insbesondere vor dem Hintergrund der drastisch veränderten Ausgangslage mit Zuspitzung der Finanzmarkt-krise im Sommer 2008 als notwendig und wertvoll.

---

<sup>1</sup> Vgl. Sharpe, W. F. (1965), Mutual Fund Performance: Measurement and Prediction, Rand Collection, Santa Monica, Kalifornien, März 1965; Jensen, M. C. (1968), The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, in: Journal of Finance, Columbus, Ohio, Vol. 23, S. 389-416; Brinson, G. P./Hood, R./Beebower, G. L. (1986), Determinants of Portfolio Performance, in: Financial Analysts Journal, Vol. 42, July-August 1986, S. 39-44; Steiner, M. (Hrsg.), (Autor: Wittrock, C.), Messung und Analyse der Performance von Wertpapierportfolios, Bad Soden/Ts. 1995; Egner, T. (1998), Performancemessung bei Wertpapier-Investment-fonds, Heidelberg; Sortino, F. A./Price, L. N. (1994), Performance Measurement in a Downside Risk Framework, in: Journal of Investing, Vol. 3, New York, S. 59-64.

<sup>2</sup> Mit Institutionalisierung der Vermögensverwaltung ist der hohe Anspruch seitens der Privatkunden gemeint, welcher mit den Anforderungen an das institutionelle Asset Management gleichzusetzen ist. Vgl. Wiede, J. D./Beemelmann, T. (2006), Banking – Geschäftsfeld der Zukunft, in: Die Bank, Heft 12/2006, S. 40-45, <http://www.brainguide.de/data/publications/PDF/pub61333.pdf>, Abruf vom 03.04.09.

<sup>3</sup> Vgl. IP Deutschland GmbH (Hrsg.), (Autor: o. V.), Erbgeneration – Geldregen für jeden Zweiten, Köln 2007, <http://www.n-tv.de/869594.html>, Abruf vom 15.03.09.

<sup>4</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken e.V. (Hrsg.), Internationale Finanzmarktstabilität – die richtigen Antworten geben, Berlin 2008, <http://www.bankenbericht.de/html/channel-01/0-2.asp?channel=1112>, Abruf vom 06.04.09.