

Herausforderungen bei der Performanceberechnung

Von Andrea-Reto Müller, Chief Investment Officer, Avalor Investment AG

„Hilfreich ist, dass alle mit denselben Regeln der Mathematik rechnen, am Ende gilt immer: $1 + 1 = 2$ “

Neben der klassischen Vermögensverwaltung umfasst das Dienstleistungsangebot unabhängiger Vermögensverwalter häufig auch den Bereich Vermögenskonsolidierung- und Reporting. Dieser Service wird typischerweise von Familien beansprucht, welche sich für umfassende Berichte und Analysen über mehrere – bei verschiedenen Depotbanken gebuchte – Portfolios wünschen. Damit solche Analysen aussagekräftig sind ist ein Vergleich „Äpfel mit Äpfel“ unabdingbar. Dies setzt voraus, dass identische Geschäftsfälle bei allen Portfolios einheitlich verbucht werden, unabhängig bei welchem Bankinstitut diese geführt sind.

Aus diesem Grund führen viele Vermögensverwalter ihre zu betreuenden Portfolios in einem zentralen Portfolio Management System (PMS). Für diesen Zweck liefern die Depotbanken Informationen über gebuchte Transaktionen (Käufe, Verkäufe, Dividendenzahlungen, Gebührenbelastungen, Corporate Actions, Einzahlungen, Auszahlungen, etc.), welche danach im PMS „nachgebucht“ werden. Das ermöglicht dem Vermögensverwalter u.a. für jedes einzelne Portfolio – wie auch für mehrere konsolidierte Portfolios (auch bankenübergreifend) – detaillierte Berichte nach denselben Buchungs- und Berechnungsgrundsätzen zu erstellen. Selbstverständlich erhalten Kunden ebenfalls die Portfolioauszüge der Depotbanken.

Die anhand der Daten im PMS generierten Berichte stimmen aus verschiedenen Gründen in den seltensten Fällen exakt mit denjenigen der Depotbank überein, was zu Fragen bei den Kunden führen kann. Der Vermögensverwalter versucht Transparenz herzustellen, indem er solche Abweichungen möglichst genau analysiert und dem Kunden proaktiv erklärt.

Den Unterschieden auf den Grund gehen

Unterschiede sind einerseits bei der Bewertung und der Vermögensallokation, andererseits bei der Performanceberechnung feststellbar.

Die häufigste Ursache für Diskrepanzen liegt in der uneinheitlichen Bewertung von Vermögenswerten (v.a. abweichende Devisenkurse bzw. Marktkurse von nicht an einer Börse gehandelten Wertpapieren wie z.B. Anleihen). Ebenfalls kann es bei Anlageinstrumenten mit verzögerter NAV Lieferung vorkommen, dass der NAV per Stichtag zum Zeitpunkt der Reporterstellung noch nicht bekannt war. In einem diversifizierten Portfolio bewegen sich solche Abweichungen in der Regel im Bereich von wenigen Basispunkten, sind relativ einfach „erklärbar“, und gleichen sich oftmals in der Folgeperiode wieder aus.

Abweichungen in der Vermögensallokation sind in der Regel die Folge unterschiedlicher Valoren Stammdaten. Einerseits verwenden nicht alle Institute dieselbe Gliederung bei den Anlageklassen (beispielsweise kann Bank A „Immobilien“ als eigenständige Anlageklasse führen, während Bank B diese in den Bereich „Alternative Anlagen“ einordnet), andererseits kann es auch bei der Zuordnung zu Unterschieden kommen. Als typische Beispiele können Anlagestrategie-Fonds oder Wandelanleihen an dieser Stelle erwähnt werden.

Deutlich komplizierter kann sich das Nachvollziehen einer Differenz in der Performanceberechnung gestalten. Folgende Ursachen können dazu aufgeführt werden:

- 1) Unterschiedliche Berechnungsmethode. Je höher allfällige Cash Flows (in Relation zum Depotwert) desto grösser die Abweichungen als Folge unterschiedlicher Berechnungsmethoden. Viele Vermögensverwalter verwenden für die Performanceberechnung häufig die zeitgewichtete Rendite (TWR), welche unabhängig von Einzahlungen und Auszahlungen ist.
- 2) Abweichung der Marktwerte. Verändert sich der Bewertungsunterschied im Laufe der Periode, führt dieses offensichtlich zu einer Diskrepanz in der Performance. (Beispiel: Der Depotwert lag gemäss Bericht aus dem PMS zu Beginn der Periode 0.1% und am Ende der Periode 0.3% tiefer als im Bankauszug → ceteris paribus führt dies zu einer tieferen Performance im Vergleich mit derjenigen aus dem Bankauszug).
- 3) Unterschiedliche Cash Flows. Wird dieselbe Berechnungsmethode angewendet und können Unterschiede der Marktwerte die Performance-Differenz nicht erklären, liegt der Grund höchstwahrscheinlich an der Höhe der Cash Flows.

Den meisten Erklärungsbedarf erfordert eindeutig der dritte Punkt (Unterschiede in den Cash Flows), welcher häufig auf die Behandlung von **Quellensteuern** sowie **Vermögensverwaltungsgebühren** zurückzuführen ist.

Die Crux mit den Quellensteuern...

Quellensteuern auf Zinsen und Dividenden können je nach bestehendem Doppelbesteuerungsabkommen oftmals zumindest teilweise zurückgefordert werden. Aufgrund dieser Tatsache lassen sich für die Performanceberechnung folgende Überlegungen anstellen:

- 1) Die gesamten Quellensteuern werden als „rückforderbar“ dargestellt. In diesem Fall werden sie bei der Performanceberechnung wie Cash Flows behandelt. Werden die einbehaltenen (und als Cash Flows behandelten) Quellensteuern nicht vollständig zurückgefordert, „überschätzt“ die berechnete und ausgewiesene Performance die effektiv erzielte Rendite.
- 2) Die gesamten Quellensteuern werden als „nicht rückforderbar“ dargestellt, und haben für die Performanceberechnung einen belastenden Effekt (analog beispielweise Courtagen oder anderer Gebühren). Die tatsächlich erzielte Performance wird in dem Fall tendenziell „unterschätzt“ falls zumindest ein Teil der Quellensteuern doch zurückgefordert wird.
- 3) Die einbehaltenen Quellensteuern werden in „rückforderbar“ und „nicht rückforderbar“ unterteilt. Falls die Unterteilung korrekt vorgenommen wurde ist dieses die korrekteste und exakteste Berechnungsmethode. Allerdings scheint die Fehleranfälligkeit nicht unerheblich...

Während einige Depotbanken in ihren Online-Tools sowohl Variante 1) als auch Variante 2) berechnen und zur Verfügung stellen, lässt sich feststellen, dass in den Standardreports oftmals Variante 1) verwendet wird (d.h. die ausgewiesene Performance dürfte in solchen Fällen das tatsächlich erzielte Resultat leicht überschätzen). Im Vergleich dazu führt eine konservative Einstufung der Quellensteuern als „nicht rückforderbar“ zu einer systematischen, ungerechtfertigten Underperformance.

Was nach „Peanuts“ tönt, kann mit der Zeit einen bemerkenswerten Unterschied ausmachen. Angenommen ein Portfolio wird zu 60% in Aktien mit einer

Dividendenrendite von 2.5% investiert und eine Quellensteuer von 35% wird erhoben, kann sich die Differenz zwischen 1) und 2) gut und gerne auf 50 Basispunkte pro Jahr belaufen. Alles andere als «Peanuts» im Kampf um Basispunkte.

... und Vermögensverwaltungsgebühren

Neben der Darstellung von Quellensteuern lassen sich ebenfalls Unterschiede bei der Behandlung der **Vermögensverwaltungsgebühren** feststellen. Oftmals ermächtigen Kunden den Vermögensverwalter die Gebührenabrechnung direkt an die Depotbank zu senden. Führt die Bank diese Vergütung als Zahlung zu Gunsten des Vermögensverwalters aus, wird die Buchung analog einer Überweisung wie z.B. für einen Autokauf als „Cash Flow“ behandelt und bei der Performanceberechnung entsprechend ignoriert. Auch wenn Banken auf Anweisung diese Zahlung oftmals als „Gebühr“ buchen können, wird dies in der Praxis nicht immer ausgeführt. Auch hier gilt: Dadurch entstandene Performanceunterschiede können signifikant sein. Nachfolgend ein vereinfachtes Rechenbeispiel, bei welchem die VV Gebühr (CHF 10'000) einmal als „Gebühr“ (A) sowie einmal als „Zahlungsausgang“ (B) behandelt wird:

A: Startwert 1'000'000, Endwert 1'100'000 Mio. -> TWR +10%

B: Startwert 1'000'000, Endwert 1'1'00'000, Cash Flow (VV Gebühr) -10'000 -> TWR +11%

Letztlich kann der Zeitpunkt der Cash Flows ebenfalls zu unterschiedlicher Performance führen. Dabei muss die Frage gestellt werden, ob der Cash Flow zu Beginn oder am Ende einer Periode (z.B. eines Tages) berücksichtigt wird. (Dadurch verändert sich der Startwert für die entsprechende Tagesrendite). Insbesondere bei in Relation zum Portfoliowert *hohen* Cash Flows an einem Tag mit *grosser* Tagesschwankung des Portfolios kann die eine oder andere Berechnungsvariante zu grossen Unterschieden der berechneten TWR führen.

Die vorstehenden Überlegungen beziehen sich auf mögliche Ursachen für Unterschiede in der berechneten Performance. Selbstverständlich bietet die korrekte Darstellung von risikoadjustierten Renditen weitere Herausforderungen an die Datenqualität. So ist es für die Berechnung der Risikodaten beispielsweise entscheidend, dass die Bewertungen nicht nur am Stichtag, sondern über die gesamte Betrachtungsperiode korrekt sind.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass aus den oben beschriebenen unterschiedlichen Berechnungsarten entstandene Performancedifferenzen nicht als „richtig“ oder „falsch“ zu bewerten sind. Vielmehr sollte der Vermögensverwalter bestrebt sein, seine Kunden proaktiv auf diese Unterschiede aufmerksam zu machen, damit tatsächlich „Äpfel mit Äpfel“ verglichen werden.

Biographie

Andrea-Reto Müller, Chief Investment Officer, Avalor Investment AG

Andrea-Reto Müller ist Partner und Aktionär bei der Avalor Investment AG. Als Verantwortlicher des zentralen Portfolio Managements hat er sich bei der Migration der Kundenportfolios auf ein neues PMS im Rahmen der Qualitätskontrollen intensiv mit der Performancedarstellung befasst.