

Nachteile Kennzahlen basierter Controlling-Konzepte

Hätten Sie Warren Buffett dreimal gekündigt?

Kennzahlen basierte Controlling-Konzepte halten seit Jahren ungebremst Einzug bei Schweizer Vorsorgeeinrichtungen. Bei der Beurteilung der Anlageleistung offenbaren sich allerdings die Tücken einiger Konzepte, wie ein konkretes Beispiel zeigt. Konzepte, die nur auf Kennzahlen beruhen, sind zu hinterfragen.

Schweizer Vorsorgeeinrichtungen und deren Controller berechnen zur Überwachung interner oder externer Vermögensverwaltungsmandate unzählige quantitative Kennzahlen auf Quartals- oder sogar Monatsbasis. Die damit erstellten Controlling-Reports stellen häufig die wichtigste Entscheidungsgrundlage des obersten Anlagengremiums dar.

Quantitative Kennzahlen hinterfragen

Für den Vermögensverwalter kann die Entscheidung des Gremiums den Verlust des Mandats zur Folge haben. Diese Tatsache ist Grund genug, quantitative Kennzahlen zur Beurteilung der Anlageleistung aktiver Vermögensverwalter zu hinterfragen. Die möglichen Tücken der Interpretation solcher Kennzahlen sollen anhand eines Beispiels gezeigt werden.

Im nachfolgenden Beispiel gehen wir zwecks Vereinfachung davon aus, dass eine Vorsorgeeinrichtung die US-Aktienquote über eine Investition in Warren Buffet's Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway abdeckt. Der Fokus auf Warren Buffet erfolgt bewusst, da er in den vergangenen 25 Jahren nachweislich eine signifikante Überschussrendite von nahezu 150 Prozent gegenüber dem Vergleichsindex S&P 500® Total Return erwirtschaftete.¹

Drei Mandatskündigungen bei Warren Buffet

Als wichtige quantitative Kennzahl zur Beurteilung der Anlageleistung eines Vermögensverwalters wird oft das rollende Information Ratio² über einen historischen Horizont von 1, 3 oder 5 Jahren berechnet. Des Weiteren finden quantitative Beurteilungs- und Kündigungskriterien wie vier aufeinander folgende Quartale mit negativer rollender Information Ratio Anwendung.

Kündigung trotz langfristiger Überrendite

Obwohl Warren Buffet langfristig eine Überschussrendite generierte, konnte sein konservativer Anlageansatz vor der Dotcom-Blase (2000) sowie vor der Finanzmarktkrise (2007) nicht mit den Übertreibungen an den Aktienmärkten mithalten. Auch 2012 erzielte Buffets Beteiligungsgesellschaft eine unterdurchschnittliche Performance. Die beschriebene, rein quantitative Beurteilung der Anlagerendite hätte deswegen im betrachteten Zeitraum von 25 Jahren dreimal eine Kündigung beziehungsweise den Verkauf der Papiere seiner Beteiligungsgesellschaft signalisiert (2000, 2006 sowie 2012).

² Dafür wird die Überschussrendite des aktiven Vermögensverwalters durch den Tracking Error (die Volatilität der Überschussrendite) geteilt.

Während die verwendete quantitative Kennzahl theoretisch fundiert ist und auf den ersten Blick sinnvoll scheint, bedarf es zur Evaluation eines Vergleichs der Renditeentwicklung. So lässt sich evaluieren, ob die Mandatskündigung zu Mehrwert geführt hat.

Überschussrendite nach signalisierter Kündigung?

Die Überschussrendite nach dem Kündigungszeitpunkt soll dabei aufzeigen, ob das Signal bei Warren Buffet zur richtigen Zeit erfolgte und ob sich ein anschliessender

In Kürze

- > Anlageerfolg ist nicht zufällig, sondern eine Folge von Philosophie und Disziplin
- > Kennzahlen in Controlling-Konzepten sind zu hinterfragen
- > Hohe Opportunitätskosten durch Wechsel in indexierte Anlage-lösungen

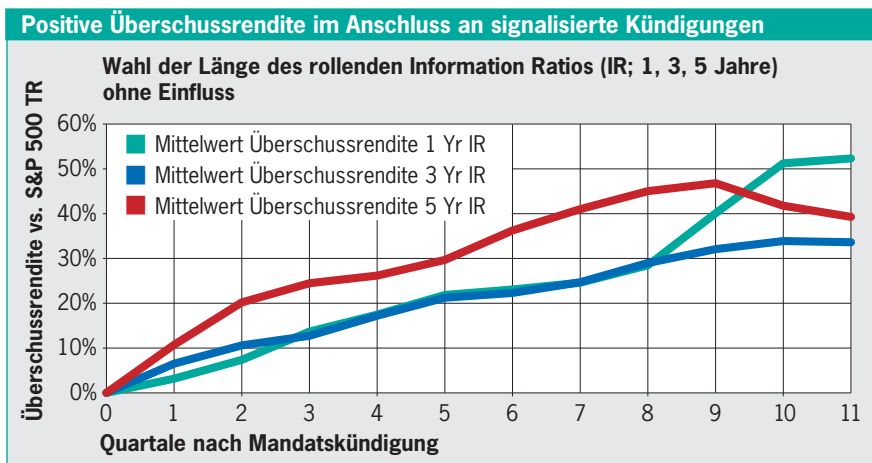
der Wechsel in den Vergleichsindex «ge- lohnt» hätte. Für die ersten beiden signalisierten Kündigungstermine (2000, 2006) bestehen ausreichend Daten zur Berechnung der Überschussrendite, während für die signalisierten Mandatskündigungen

Autor

Benjamin Schoch
Albin Kistler



¹ Datenquelle: Bloomberg, BRK/A US Equity sowie SPXT Index in US-Dollar von 01.01.1988 bis 31.05.2014.



2012 noch nicht ausreichend Daten vorliegen. Für die signalisierten Kündigungstermine in 2000 und 2006 lässt sich festhalten, dass bereits ein Jahr nach den signalisierten Kündigungen Überschussrenditen von über 17 Prozent zwischen Warren Buffet und dem Vergleichsindex anfielen.

Demnach hätten sich die signalisierten Kündigungen in 2000 und 2006 sowie die anschliessende Investition in den Vergleichsindex nicht ausbezahlt. Der Vorsorgeeinrichtung wären durch den Wechsel in die Indexlösung sogar bedeutende Opportunitätskosten entstanden. Der Preis von Warren Buffets Beteiligungsgesellschaft sank aufgrund des defensiveren Anlagestils in den Finanzmarktkorrekturen von 2001–2003 und 2007–2009 weniger stark als jener des Vergleichsindex.

Schwächen Kennzahlen basierter Controlling-Konzepte

Das vorliegende Beispiel zeigt eindrücklich, welche negativen Auswirkungen

eine rein quantitativ begründete Mandatskündigung mit anschliessender Indexierung zum falschen Zeitpunkt haben kann. Obwohl ein solch radikales Kündigungskonzept hoffentlich bei keiner Vorsorgeeinrichtung Anwendung findet, werden vielerorts die Renditen per Stichtag bis ins letzte Detail analysiert und das oberste Anlagegremium in einen steten Alarmzustand versetzt.

Marktphase ebenfalls von Bedeutung

Das Anlagegremium kann sich aus Zeitgründen allerdings selten vollumfänglich mit der Beurteilung der Anlageresultate auseinandersetzen und vertraut oft Kennzahlen basierten Controlling-Konzepten. Die Tücken dieser Konzepte liegen unter anderem in der Wahl der korrekten Benchmark und der Verfügbarkeit ausreichend langer Datenreihen. Von entscheidender Bedeutung sind Zeitperiode und Stichtag, für welche die Kennzahlen berechnet und interpretiert werden.

Die Beurteilung der Anlageresultate darf daher nicht ausschliesslich auf den berechneten Kennzahlen beruhen, sondern sollte immer im Kontext des Marktumfelds sowie unter Berücksichtigung der Anlagephilosophie und des Anlagestils des Vermögensverwalters erfolgen.

Schlussfolgerung

Weiter stellt sich die Frage, ob bei all der Rechnerie den qualitativen Aspekten nicht zu wenig Gewicht beigemessen wird. Für das Anlagegremium einer Vorsorgeeinrichtung sollte auch wichtig sein, dass der beauftragte Vermögensverwalter die vereinbarte Anlagetätigkeit diszipliniert und mit langfristiger Orientierung umsetzt und dabei seiner Anlagephilosophie treu bleibt.

Mit Blick auf Warren Buffet ist schliesslich die Frage betreffend der internen Nachfolgeregelung weit relevanter als die Frage nach der Überschussrendite des vergangenen Monats. Abschliessend lässt sich festhalten, dass die Anlagerendite von Warren Buffets Beteiligungsgesellschaft in stark haussierenden Aktienmärkten hinter dem Vergleichsindex lag, was eine Folge seiner fundamental orientierten Anlagephilosophie ist. Dies ist weniger tragisch, als wenn das «Orakel von Omaha» in den kurz darauf fallenden Aktienmärkten mehr Geld als der Vergleichsindex verloren hätte.³ ■

³ «The dumbest reason in the world to buy a stock is because it's going up.» Warren Buffet, 1998.