

Wie lang ist langfristig?

Die meisten institutionellen Anleger stützen sich bei der Managerauswahl im Wesentlichen auf quantitative Auswertungen, meist arbeitet man mit Daten der letzten 36 oder 60 Monate. Doch dieser Horizont ist alles andere als ausreichend.

Der allgegenwärtige Passus, dass historische Anlageergebnisse nichts über die zukünftig zu erwartenden Erträge eines Anlageproduktes aussagen, ist ebenso nervtötend wie falsch. Denn was sonst sollte man zur Orientierung heranziehen? Es gibt schlichtweg keine andere Möglichkeit, die Leistung eines Managers zu beurteilen, als in den Rückspiegel zu blicken. Dass hier nicht nur der blanke Ertrag, sondern auch die Volatilität sowie sämtliche Kennzahlen, die sich daraus ableiten lassen, beachtet werden müssen, hat sich in professionellen Kreisen ebenfalls schon herumgesprochen. Alles, was messbar ist, wird längst absolut und relativ zu Vergleichsgruppen und vergleichbaren Anlagealternativen erfasst und berücksichtigt. In Attributionsanalysen werden Ergebnisse in ihre Bestandteile zerlegt und auf ihre Herkunft hin überprüft, mit anderen Worten: Die quantitative Fondsanalyse dürfte einen Großteil ihrer Möglichkeiten heute ausschöpfen.

Sogar die Tatsache, dass bei allem „Number Crunching“ immer auch auf bedeutsame Änderungen im Investmentprozess Bedacht zu nehmen und deren Relevanz bezogen auf die Aussagekraft des Track Records zu prüfen ist, fließt heute in jede ernstzunehmende Analyse ein. Man weiß, dass man ungünstigstenfalls eine ganze Zeitreihe vergessen muss, weil wesentliche Veränderungen der Gesamtlage einen Neustart des zu analysierenden Datenmaterials unter Verzicht auf die älteren Zahlen bedingen, was den Track Record oft deutlich verkürzt. Und genau hier liegt die Schwäche jeder rückblickenden Analyse: Nur wenn die Zeitreihe ausreichend lang ist, kann die Untersuchung brauchbare Ergebnisse liefern. Markus Rauscher, Mitglied der Geschäftslei-

tung der Grenbell Advisors GmbH in München, warnt daher: „Der Charme historischer Performancestatistiken und Charts ist trügerisch, weil der Managementenerfolg eines aktiv gemanagten Fonds eine Funktion aus der Werthaltigkeit des Anlageprozesses nach Kosten und von Zufallseinflüssen ist.“



» Performancestatistiken greifen zu kurz, um das Langfristpotenzial von Anlagekonzepten beurteilen zu können.«

Dr. Markus Rauscher, Mitglied der Geschäftsleitung der Grenbell Advisors GmbH, München

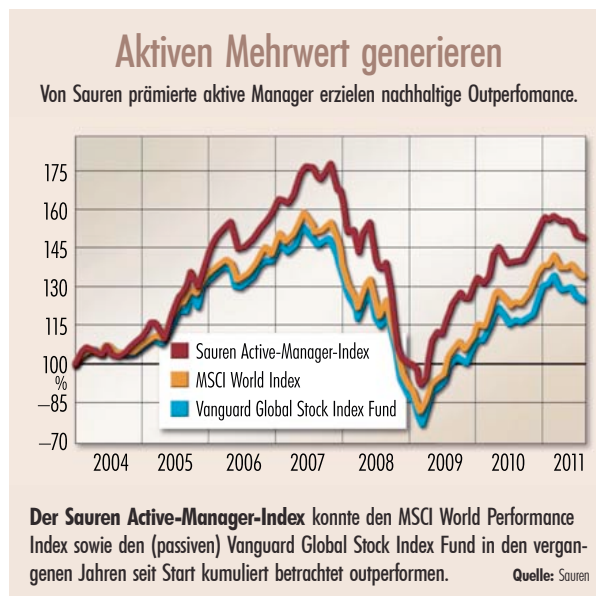
Zufallseinflüsse, Noise genannt, erschweren die Identifikation der eigentlichen Managementleistung und damit einer eventuell vorhandenen Überrendite. Ein statistischer Test der Signifikanz des Ergebnisses hilft hier weiter und führt vor Augen, wie wichtig eine lange Return-Zeitreihe ist, um mit einiger Sicherheit Auskunft über die Fähigkeiten des Managers zu geben.

Titel „*Fundamental Law of Active Management*“ hatten die beiden Finanzwissenschaftler festgestellt, dass die Information Ratio dem Informationskoeffizienten (das ist das Know-how eines Investors bezüglich eines bestimmten Investments, auch als Skillfaktor bezeichnet) multipliziert mit der Wurzel der Breite (das ist die Anzahl der aktiven Entscheidungen, die in einem Jahr getroffen werden) entspricht.

Die wichtigste Erkenntnis dieser Gesetzmäßigkeit ist die Tatsache, dass Strategien mit wenig Transaktionen tendenziell öfter richtigliegen müssen als Strategien, die häufig handeln, um dieselbe Information Ratio zu produzieren.

Näheres zu dieser Theorie findet sich im Kasten „Abschätzung der notwendigen Zeithistorie“.

Über 16 Jahre Historie verfügen nur wenige Fonds, und dabei ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass unterwegs die handelnden Personen wechseln und/oder der Investmentprozess verschiedene Änderungen erfährt. Der praktische Nutzen der




Rückspiegelbetrachtung scheint daher sehr beschränkt zu sein.

Die empirische Kapitalmarktforschung bestätigt dies. So untersuchten für die USA Kahn und Rudd in „Does Historical Performance Predict Future Performance?“ (Erlaubt die historische Wertentwicklung Prognosen über die zukünftige Wertentwicklung?) die zeitliche Stabilität der Wertentwicklung von aktiv gemanagten US-Aktien- und US-Rentenfonds. Auch für Deutschland gibt es eine Untersuchung, Wittrock hat in „Messung und Analyse der Performance von Wertpapierportfolios“ Publikumsfonds in dieser Hinsicht unter die Lupe genommen, die Schlussfolgerungen ähneln frappant jenen von Kahn und Rudd.

Qualitativ schlägt quantitativ

Für die mit Fondsselektion befassten Profis bedeutet das, sich gedanklich ein wenig von der scheinbaren Sicherheit und Bedeutung des meist nicht ausreichenden Track Records bei der Managerauswahl zu verabschieden und sich mehr qualitativen Kriterien zuzuwenden, wie dies etwa seit Jahren sehr erfolgreich der Kölner Vermögensverwalter und Dachfondspionier Eckhard Sau-

ren mit seinem Sauren Active-Manager-Index (siehe Grafik „Aktiven Mehrwert generieren“) tut. Saurens Konzept sieht vor, dass Empfänger der Goldmedailleauszeichnung in der Kategorie „Aktien Global“ mit ihrer Performance in den Index aufgenommen werden. „Seit September 2003 berechnen wir den Index und bilden damit die aggregierte Entwicklung der von den Fondsmanagern verwalteten Fonds ab, und zwar ab dem jeweiligen Zeitpunkt der Zuerkennung der Auszeichnung“, hält der Gründer und Vorstand der Sauren Fonds-Service AG fest, der damit eine Lanze für aktives Management bricht.

Aus historischen Zahlenreihen abgeleitete Kennzahlen können als zusätzliche Information und bestätigender Faktor bei der Gesamtbeurteilung, in deren Zentrum der Investmentprozess steht, durchaus Eingang finden. 



Eckhard Sauren,
Gründer und
Vorstand der Sauren
Fonds-Service AG:
Erst die qualitative
Managerbeurteilung
ermöglicht
nachhaltige
Überrenditen.

Abschätzung der notwendigen Zeithistorie

Will man mit einiger Sicherheit wissen, ob das Alpha eines Managers der Leistung oder dem Zufall geschuldet ist, bedarf es einer langen Zeitreihe.

Der statistische Zusammenhang zwischen realisierten Renditen und Prognosen eines Managers wird durch einen speziellen Korrelationskoeffizienten beschrieben, den Grinold und Kahn 2000 in ihrer bahnbrechenden Arbeit über das „Fundamental Law of Active Management“ als Informationskoeffizienten (Information Coefficient, IC) oder Skillfaktor bezeichneten. Es gilt folgender Zusammenhang:

$$IC = \frac{\text{Kovarianz (Prognose, Realisation)}}{\text{Standardabweichung (Prognose)} * \text{Standardabweichung (Realisation)}} \quad (1)$$

In ihrem fundamentalen Gesetz des aktiven Managements definieren die Autoren die Information Ratio (IR) als Quotient von erwarteter Residualrendite eines Portfolios (α_P) und dem Residualrisiko (Tracking Error, ω_P).

Als erklärende Variable für die Information Ratio fungieren der Informationskoeffizient und die Wurzel aus einer bestimmten Anzahl x von unabhängigen Einzelprognosen. Dieser Zusammenhang lautet also:

$$IR \approx IC * \sqrt{x} \quad (2)$$

Grinold und Kahn beurteilen eine Managementleistung mit einer Information Ratio von 0,5 als gut, eine IR von 0,75 ist eine sehr gute Leistung, eine IR = 1 gilt als außergewöhnlich gut.

Geht man der Frage der statistischen Signifikanz der Ergebnisse und damit der Prognosegüte nach, betrachtete Goodwin einen t-Test als geeignetes Mittel mit folgender Prüfgröße:

$$t\text{-Wert} \approx \text{Information Ratio (IR)} * \sqrt{T} \quad (3)$$

T gibt dabei die Länge des Betrachtungszeitraums in Jahren an.

Legt man eine Irrtumswahrscheinlichkeit von fünf Prozent zugrunde, die einem t-Wert von in etwa zwei entspricht, und nimmt eine IR von 0,5 an respektive hat eine solche gemessen, dann errechnet sich die Anzahl der benötigten Jahre gemäß der zuletzt angeführten Formel folgendermaßen:

$$2 \approx 0,5 * \sqrt{T} \quad (4)$$

Wie unschwer zu ermitteln ist, sind zirka 16 Jahre an Datenhistorie vonnöten, um diese Aussage auf einem Signifikanzniveau von 95 Prozent treffen zu können.