

Time- vs. Money-Weighted Rate of Return



Der Unterschied zwischen der MWR- (Money-Weighted Rate of Return) und TWR-Methode (Time-Weighted Rate of Return) in der Performancemessung von Investments war schon Gegenstand zahlreicher Diskussionen und Publikationen. Zusammenfassend kann man sagen, dass die TWR-Performance die Anlagen aus Sicht des Portfoliomanagers widerspiegelt, während die MWR-Performance die Investitionen vom Standpunkt des Kunden aus betrachtet. Die TWR-Performance kann mit derjenigen einer Benchmark verglichen werden, wohingegen dies mit der MWR-Performance nicht möglich

ist. Nun denken Sie sicherlich: «Wieso dieses Thema wiederaufgreifen?» Weil die praktischen Folgen dieser Tatsachen zwar einher gehen mit der gesamten Kapitalanlage, aber viel weniger klar sind bezüglich der Performance der Aktivklassen des Investments.

Überraschendes Beispiel

Um diesen Ansatz zu verdeutlichen, betrachten wir ein fiktives Investitionsbeispiel, das aus Gründen der Vereinfachung auf drei Aktivklassen aufgeteilt wird: Aktien, Obligationen und Liquiditäten. Wenn nun die TWR-Performance der Aktien 2.60% ist, diejenige der Obligationen minus 0.61% und jene der Liquiditäten 2.41% beträgt, scheint es Ihnen dann möglich, dass sich die Performance des Gesamtportfolios auf 4.70% beläuft, also höher ist, als die jeweiligen Werte der drei Aktivklassen?

Wenn Sie diese Frage getrost mit: «Ja, sicherlich.» beantworten, erübrigt sich für Sie die Lektüre dieses Berichts: Sie werden vermutlich nichts Neues erfahren. Ansonsten wird Ihnen die untenstehende Tabelle ein konkretes Beispiel für eine solche Anlage mit überraschenden Resultaten liefern.

	Aktien	Obligationen	Liquiditäten	Total
Wert zu Jahresbeginn	15'000.00	15'000.00	70'000.00	100'000.00
TWR 1. Semester in %	-5.00	-3.50	1.20	-0.44
Wert am 30.06	14'250.00	14'475.00	70'840.00	99'565.00
Umschichtung	35'750.00	15'525.00	-51'275.00	0.00
Wert am 01.07	50'000.00	30'000.00	19'565.00	99'565.00
TWR 2. Semester in %	8.00	3.00	1.20	5.16
Endjahreswert	54'000.00	30'900.00	19'799.78	104'699.78
TWR ganzes Jahr in %	2.60	-0.61	2.41	4.70

Ein Betrag von 100'000 CHF wird zu Jahresbeginn wie folgt investiert : 15'000 CHF in Aktien, 15'000 CHF in Obligationen und 70'000 CHF in Liquiditäten. Die Renditen des ersten Semesters belaufen sich auf -5% bei den Aktien, -3.5% bei den Obligationen und 1.2% in Liquiditäten, was sich in den Zahlen der drei Aktivklassen vom 30. Juni niederschlägt.

Nun wird eine Umschichtung vorgenommen und die Investitionen für das zweite Semester belaufen sich dann auf 50'000 CHF in Aktien, 30'000 CHF in Obligationen und auf 19'565 CHF als Restbetrag in Liquiditäten. Beachten Sie, dass es weder Kapitaleinlagen noch – bezüge gibt, es handelt sich hierbei um eine reine Umschichtung. Für das zweite Semester belaufen sich die Renditen hernach auf 8% bei den Aktien, 3% bei den Obligationen und 1.2% bei den Liquiditäten, was uns, wie in der Tabelle ersichtlich, die Endjahres-Performancezahlen angibt. Die jährlichen Erträge der drei Aktivklassen entsprechen exakt den jeweiligen Erwartungen, aber die Rendite des Gesamtportfolios von 4.70% kann überraschen. Dennoch haben wir keine Fehler gemacht, wie Sie selbst durch Nachrechnen prüfen können.

Geldfluss der Umschichtung

Dieses erstaunliche Resultat gründet im Wesentlichen auf der massiven Umschichtung zur Jahresmitte. Mehr als 35'000 CHF an Liquiditäten wurden in Aktien und mehr als 15'000 CHF in Obligationen investiert. Diese zwei Aktivklassen hatten eine interessante zweite Halbjahres-Performance gezeichnet, besonders natürlich die Aktien mit einem Ertrag von 8%, und bildeten wichtige Kapitalzuflüsse, die aber gemäss Definition vom TWR-Performance-Report ignoriert werden. Bleibt zu wiederholen, dass diese Geldflüsse ausschliesslich auf der Umschichtung beruhen, denn es gab keine Zu- oder Abflüsse in der Gesamtanlage zu verzeichnen.

Die Frage nach der Relevanz einer Berechnung, die Geldflüsse zu neutralisieren vermag, stellt sich indes immer noch. Wenn die Umschichtung eine Entscheidung des Vermögensverwalters bleibt, sollte die Performance aus Verwaltersicht diesem Fakt Rechnung tragen. Wenn dem Verwalter im Unterschied dazu die Umschichtung vom Kunden auferlegt wird, sollte diese Umschichtung in der Performance neutralisiert werden. Es kann somit keine allgemeingültige Antwort formuliert werden, inwiefern welche Methode angewendet werden soll.

MWR-Performance

Wir haben auch die MWR-Performance der drei Aktivklassen und des Gesamtinvestments berechnet und folgende Werte erhalten :

	Aktien	Obligationen	Liquiditäten	Total
MWR ganzes Jahr in %	9.97	1.65	2.43	4.70

Diese Tabelle verdeutlicht, wie den Aktien eine Führungsrolle in der Gesamtpformance zuteil wird, wobei zu beachten gilt, dass sich diese Performance genau gleich verhält wie die TWR, weil es ja im ganzen Portfolio keine Kapitalflüsse gibt.

Welche Methode verwenden ?

Wenn man die Performance der verschiedenen Aktivklassen mit deren zugehörigen Benchmarks vergleichen möchte, muss dies mit der Methode TWR berechnet werden. Möchte man hingegen dem Kunden aufzeigen, wie die Performance seines Kapitaleinsatzes zustande gekommen ist, wird ihm die MWR-Performance Resultate liefern, die besser mit seiner Ertragswahrnehmung übereinstimmen. Folglich ist die beste Lösung, die TWR- und MWR-Performance zu zeigen. Bleibt zu erwähnen, dass die Umschichtungsbeträge der Aktivklassen in der Praxis meistens weniger hoch sind als jene unseres Beispiels. Die systematische Offenlegung der Resultate beider Methoden erlaubt es, irreführende Interpretationen der Renditen gänzlich zu vermeiden, wohingegen eine Präsentation ohne die genannten Erklärungen der ersten Tabelle bei Kunden zu Missverständnissen führen könnte !

ePOCA® die führende Software für die Wertschriftenbuchhaltung und Investment Reporting. Mehr Information zu ePOCA erhalten sie unter: www.chsoft.ch



Freudenbergstrasse 142

8044 Zürich

epoca@chsoft.ch

+41 44 366 66 66

