

Basiswissen Fonds soll Ihnen

- den Umgang mit Fonds erläutern,
- Hilfestellungen bei Unklarheiten geben.

Damit soll Ihnen die Komplexität des Angebotes von Fonds etwas näher gebracht und die Analyse einzelner Titel vereinfacht werden.

Sie haben die Möglichkeit, entweder über die Übersicht zu dem von Ihnen gewünschten Inhalt zu gelangen, oder einer Tour durch den Bereich Basiswissen Fonds Schritt für Schritt zu folgen.

Was ist ein Investmentfonds?

Nach deutschem Recht ist ein Investmentfonds ein Sondervermögen, welches von einer Kapitalanlagegesellschaft verwaltet und von einer von ihr unabhängigen Depotbank verwahrt wird. In einem Investmentfonds bündelt die Anlagegesellschaft die Gelder vieler Anleger, um sie nach dem Prinzip der Risikostreuung in verschiedenen Vermögenswerten nach definierten Anlagegrundsätzen gewinnbringend anzulegen.

Funktionsweise von Investmentfonds

Hinter jedem Fonds steht eine KAG, die diesen Fonds auflegt hat und verwaltet, und ein Manager, der den Fonds managt. Dabei muss man sich einen Fonds wie einen großen Topf vorstellen, in dem eine mehr oder weniger große Anzahl an verschiedenen Wertpapieren liegt. Die Entscheidung darüber, welche Wertpapiere in diesen Topf kommen und welche nicht, trifft der Manager. Er wird dabei von einem Analystenteam unterstützt. Die Analysten besuchen in regelmäßigen Abständen ausgewählte Unternehmen und führen bei diesen eine Art Wirtschaftsprüfung durch. Dabei werden auch persönliche Gespräche, die Aufschluss darüber geben sollen, welche Pläne das Management für die Zukunft hat, geführt. Aufgrund der Berichte der Analysten entscheidet der Manager, welche Werte neu in den Fonds aufgenommen werden bzw. welche Werte aus dem Fonds ausgeschieden werden. Dabei ist es wichtig zu wissen, dass der Manager nicht jeden beliebigen Wert kaufen kann. Er muss sich immer an die in der Fondssatzung (diese ist in den Verkaufsprospekten zu finden) bzw. die im Gesetz vorgegebenen Anlagebeschränkungen halten. Das Geld, mit dem die einzelnen Wertpapiere des Fonds gekauft werden, stammt von einer großen Anzahl von Anlegern und wird in seiner Gesamtheit in den Verkaufsprospekten bzw. Rechenschaftsberichten der KAGs als Nettovermögen oder Fondsvolumen bezeichnet.

Das Investmentzertifikat

Will man in einen Investmentfonds investieren, kann man einen Anteil zum aktuellen Ausgabepreis erwerben. In der Fachsprache wird solch ein Anteil als Investmentzertifikat bezeichnet. Dieses Zertifikat verbrieft den quotenmäßigen Anteil des Anlegers am Wertpapiersondervermögen. Der Wert eines solchen Anteils ergibt sich bei offenen Investmentfonds nicht wie bei Aktien durch Angebot und Nachfrage, sondern er wird täglich von der KAG berechnet. Dabei wird zunächst der Nettoinventarwert ermittelt und dann durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile dividiert. Die Anteile kann der Anleger auch jederzeit wieder zum aktuellen Rücknahmepreis verkaufen. Die Preise für Investmentzertifikate werden börsentäglich in jeder Wirtschaftszeitung, im Teletext und von OnVista und anderen Informationsanbietern veröffentlicht. Die Preise verstehen sich dabei immer für ein Zertifikat und werden ohne allfällige Gebühren ausgewiesen. Im Gegensatz zu Aktien bildet sich also der Preis eines Fondsanteils (Investmentzertifikat) nicht durch Angebot und Nachfrage, sondern aufgrund der gewichteten Kurswerte der zugrunde liegenden Wertpapiere oder Immobilien.

Fondsarten

Bei den verschiedenen Fondsarten wird zunächst ganz allgemein zwischen Spezialfonds und Publikumsfonds unterschieden. Da Spezialfonds nur für einen Anlegerkreis von max. 10 Personen gedacht sind, werden im Folgenden lediglich die wichtigsten Arten von Publikumsfonds vorgestellt:

Geldmarktfonds

Veranlagung: In Anleihen mit Restlaufzeiten bis zu 24 Monaten, in Floater und Geldmarktinstrumente sowie in Sicht- und Termineinlagen

- *Risiko:* Niedrig
- *Mindestveranlagungszeitraum:* 0,5 bis 2 Jahre

Rentenfonds

- *Veranlagung:* In Anleihen, sowie ein geringer Teil in Sicht- und Termineinlagen
- *Risiko:* Niedrig - Mittel
- *Mindestveranlagungszeitraum:* 3 bis 4 Jahre

gemischte Fonds

- *Veranlagung:* Aktien, Anleihen, sowie in geringem Umfang in Sicht- und Termineinlagen
- *Risiko:* Mittel - Erhöht
- *Mindestveranlagungszeitraum:* 4 bis 5 Jahre

Aktienfonds

- *Veranlagung:* In Aktien, sowie in geringem Umfang in Sicht- und Termineinlagen
- *Risiko:* Hoch
- *Mindestveranlagungszeitraum:* ab 5 Jahren: Aktien etablierter Börsen / ab 7 Jahren: Aktien Schwellenländer

Spezielle Fonds

- High Yield Fonds
- Branchenfonds
- Garantiefonds
- Derivatfonds
- "Neue Märkte" Fonds

Neben den oben erwähnten Arten kann sich jeder Fondstyp noch auf eine bestimmte Region bzw. eine bestimmte Branche konzentrieren. Dadurch ergeben sich noch eine Vielzahl von weiteren Fondstypen.

Vorteile durch die Anlage in Investmentfonds

Stellt man die Anlage in Investmentfonds der Direktanlage in Wertpapieren gegenüber, kristallisieren sich für den privaten Anleger folgende Vorteile heraus:

- **Diversifikation:** Der Anleger hat die Möglichkeit, auch mit kleinen Anlagebeträgen an einem breit gestreuten Portfolio zu partizipieren. Somit hat der Anleger die Möglichkeit mit der Anlage in einem Fonds an der Entwicklung gesamter Branchen, Märkte oder Indizes teilzunehmen.
- **Risikodiversifikation:** Ein weiterer Vorteil bei der Anlage in Fonds, gegenüber des Investments in einzelne Aktien / Wertpapiere, ist die Risiko-Minderung. Das Risiko eines einzelnen Wertes wird bei einem Fonds durch die Streuung der Anlage in verschiedene Wertpapiere ausgeglichen.
- **Professionelles Management:** Der Anleger kann das Wissen von Fachleuten nutzen, ohne dafür extra bezahlen zu müssen. Diese Fachleute haben meist einen beachtlichen Informationsvorsprung gegenüber der breiten Masse, den sie bei ihren Anlageentscheidungen zum Vorteil des Kunden nutzen können.
- **Liquidität:** Auch im Falle eines Konkurses der Fondsgesellschaft kann sich der Anleger sicher sein, seine Anteile zum Rücknahmepreis verkaufen zu können. Das Wertpapiersondervermögen wird immer strikt vom Vermögen der KAG getrennt und fällt somit nicht in die Konkursmasse.
- **Komfort:** Der Anleger muss sich nicht um die Wiederanlage von Einnahmen kümmern. Er kann erzielte Gewinne meist voll in den Fonds investieren. Außerdem übernehmen die Fondsmanager die ständigen Umschichtungen innerhalb eines Portfolios, so dass der Anleger immer in die vermeintlich besten Werte investiert ist.

Risiken durch die Anlage in Investmentfonds

Im allgemeinen versteht man im Finanzmanagement unter Risiko die Möglichkeit, dass die zukünftige Rendite einer Anlage von dem Wert abweicht, den der Kapitalanleger aufgrund seiner Informationen erwartet. Risiko ist damit ein Maß für die Sicherheit des Eintritts einer bestimmten Rendite. Man kann hier zwischen dem unsystematischen und dem systematischen Risiko unterscheiden:

Unter **unsystematischem Risiko** versteht man jenes, welches sich nur auf eine bestimmte Anlage bezieht. Deshalb wird dafür häufig auch der Begriff "Titelspezifisches Risiko" verwendet. Je nach Fondstyp können dies folgende Risiken sein:

Anleihen

Bonitätsrisiko
Event Risiko
Kündigungsrisiko
Auslosungsrisiko
Liquiditätsrisiko

Aktien

Bonitätsrisiko
Event Risiko
Liquiditätsrisiko
Veränderungen im Vorstand
Streiks

Im Falle von **systematischen Risiken** ist nicht nur ein einzelnes Wertpapier, sondern immer eine gesamte Anlagekategorie (z.B. Aktien, Anleihen etc..) gleichermaßen betroffen. Je nach Fondstyp können dies folgenden Risiken sein:

Anleihen	Aktien
Zinsänderungsrisiko	Marktrisiko
Wechselkursrisiko	Wechselkursrisiko
Währungsrisiko	Länderrisiko
Transferrisiko	Transferrisiko

Wie bereits weiter oben unter **Vorteile durch die Anlage in Investmentfonds**, erwähnt, kann das Titelspezifische (unsystematisches) Risiko durch die Anlage in Fonds, die viele verschiedene Wertpapiere enthalten, minimiert werden, wohingegen das systematische Risiko insbesondere bei Länder oder Branchenfonds durchaus erhalten bleibt.

Managementstile

Generell wird zwischen **aktiven** und **passiven** Management unterschieden. Das Hauptaugenmerk des aktiven Managements ist darauf gerichtet, eine bessere Performance als die Benchmark zu erzielen. Präzise formuliert, zielt aktives Management darauf ab, eine bessere risikoadjustierte Performance als der Vergleichsmaßstab zu erreichen. Wie aus diesen Formulierungen bereits hervorgeht, ist es von zentraler Bedeutung, die zu verwendende Benchmark im Vorfeld exakt zu definieren, um überhaupt den Erfolg eines aktiv gemanagten Portfolios bestimmen zu können.

Im Rahmen des aktiven Portfoliomanagements gibt es im wesentlichen drei Techniken, die zur Anwendung kommen:

1. Aktienselektion

Die Aktienselektion, welche in der Literatur auch als "Stock Picking" bezeichnet wird, erfordert eine überdurchschnittlich gute Prognosefähigkeit des Managers hinsichtlich der Entwicklung der einzelnen Aktientitel. Diese Prognosefähigkeit erfordert Informations- und Interpretationsvorsprünge gegenüber den durchschnittlichen Investoren. Diese Vorsprünge versucht der Manager mit Hilfe seines Analystenteams zu erlangen.

2. Timing

Im Bereich des Timings gilt gleiches. Unter Timing versteht man die Fähigkeit die optimalen Ein- und Ausstiegszeitpunkte der Investition in einzelne Wertpapiere zu finden.

3. Branchenrotation

Im Bereich der Branchenrotation geht es darum frühzeitig Aufschwünge einzelner Branchen (z.B. Biotech) zu erkennen und daran zu partizipieren.

Der Grundgedanke des passiven Fondsmanagements basiert auf der Annahme von hinreichend effizienten Aktienmärkten. Gemäß der Definition von effizienten Aktienmärkten, ist es nicht möglich dauerhaft risikoadjustierte Überrenditen zu erzielen. Im Rahmen des passiven Management ist die Strategie auf die weitgehende Nachbildung einer zuvor vom Anleger ausgewählten Benchmark ausgerichtet (Indexfonds). Entscheidet sich der Investor z.B. für den DAX, dann liegt die Aufgabe des Managers darin, ein Portfolio aufzubauen, welches möglichst jenem dieses Aktienindex entspricht. Diese Nachbildung von Marktindizes wird in der Regel als "Index Tracking" bezeichnet. Darüber hinaus muss noch zwischen einer totalen Nachbildung (= full replication) und einer tlw. Nachbildung (sampling) des Index unterschieden werden.

Die Benchmark

Unter dem Begriff Benchmark wird im allgemeinen ein Vergleichsportfolio verstanden - in den meisten Fällen handelt es sich hierbei um bekannte Börsenindices oder Investmentfonds mit dem selben Anlageschwerpunkt. Im Falle von Spezialfonds werden häufig auch spezielle Benchmarkportfolios, welche der Konstruktion des Fonds entsprechen, gebildet.

Im OnVista Fonds-Tool verwenden wir die angesehenen Indices von der amerikanischen Investment-Bank Morgan Stanley (MSCI). Morgan Stanley hat für jedes Land und für jede Branche einen entsprechenden Index gebildet, der mit den unterschiedlichen Fonds verglichen werden kann.

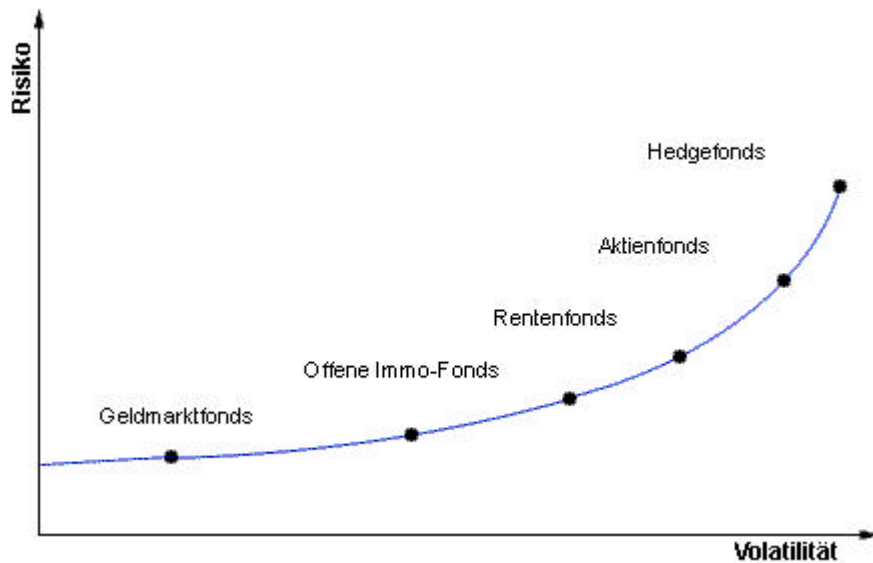
Da die Benchmark für die Aussagekraft aller Methoden zur Performance-Messung von entscheidender Bedeutung ist, sollte bei deren Auswahl auf besondere Sorgfalt geachtet werden. In der Regel sollte eine Benchmark folgende Anforderungen erfüllen:

- Bei der Benchmark sollte es sich um eine reale Anlagealternative handeln.
- Die Benchmark sollte sehr gut diversifiziert und deshalb schwer risikoadjustiert zu schlagen sein.
- Der reale Erwerb der Benchmark sollte kostengünstig durchführbar sein.
- Die Benchmark sollte bereits bekannt sein, bevor die Anlageentscheidungen getroffen werden.
- Die Benchmark sollte die selben Schwerpunkte und Restriktionen wie der Fonds selbst aufweisen.

Volatilität

Die Volatilität ist ein Maß für die historischen Schwankungen eines Wertpapiers um seinen Mittelwert, d.h. die Volatilität drückt aus, wie sehr sich die Preisentwicklung eines Fondsanteils im Zeitablauf verändert. Eine hohe Volatilität bedeutet somit ein größeres Risiko als eine niedere.

Die Volatilität fußt in ihrer Berechnung auf den Konzepten der Varianz bzw. der Standardabweichung. Zur Vereinfachung der Berechnung wird immer davon ausgegangen, dass die Rendite einer Anlage einer Standardnormalverteilung unterliegt. Denn nur diese Art von Verteilung lässt sich durch die beiden Parameter Standardabweichung und Mittelwert vollständig beschreiben. Bei näherer Betrachtung der Volatilitäten der einzelnen Anlagekategorien lässt sich feststellen, daß sich höhere Gewinne in der Regel nur durch Inkaufnahme eines höheren Risikos erzielen lassen. Auf Grund der historischen Werte kann man bei Investmentfonds folgende Abstufung hinsichtlich ihres Risikos machen:



Betrachtet man die Ziele des durchschnittlichen privaten Anlegers empfiehlt sich bei der Auswahl von Investmentfonds, basierend auf den Faktoren Rendite und Volatilität folgende Vorgehensweise:

- Stehen zwei Investmentfonds mit unterschiedlicher Volatilität aber gleich hoher historischer Rendite zur Auswahl, wird man jenen Fonds wählen, der die geringere Volatilität aufweist.
- Hat man hingegen die Wahl zwischen zwei Investmentfonds mit gleicher Volatilität aber unterschiedlicher Rendite, wird man sich für jenen Fonds entscheiden, der in der Vergangenheit die höhere Rendite gemacht hat.
- Sind sowohl die Volatilität als auch die Rendite unterschiedlich hoch, so hängt die Auswahl alleine von den Erwartungen und Präferenzen des Anlegers ab.

Beta-Faktor

Der Beta-Faktor stellt im Capital Asset Pricing Model und im Marktmodell das Maß für das übernommene systematische Risiko dar. Mit dem Beta-Maß wird die Sensitivität eines Portfolios in bezug auf Renditeänderungen seiner Benchmark berechnet. Das Beta ist also im Vergleich zur Volatilität eine Kennzahl, in deren Berechnung sowohl die Renditen eines Portfolios, als auch die Renditen einer Vergleichsgröße einfließen. Am einfachsten lässt sich die Aussagekraft des Betas anhand eines Beispiels erklären:

Nimmt man zur Berechnung des Betas nun einen beliebigen Fonds und als Benchmark einen Börsenindex, dann können sich folgende Szenarien ergeben:

- Sowohl die Rendite des Portfolios als auch die Rendite der Benchmark steigen um 10 % in der Betrachtungsperiode. In diesem Fall hat das Beta den Wert 1.
- Die Rendite der Benchmark steigt um 10 % und die des Portfolios um 5 % in der Vergleichsperiode. Das Beta hätte dann den Wert 0,5.
- Die Rendite des Portfolios steigt um 10 % die der Benchmark hingegen nur um 5 %. In diesem Fall wäre das Beta dann größer als 1, und würde somit 2 betragen.

Aus diesem Beispiel wird ersichtlich, dass das Beta angibt, ob das gewählte Portfolio mit dem Markt gleichläuft (Beta = 1), ob es überproportional (Beta > 1) oder unterproportional (Beta < 1) auf Veränderungen des Marktes reagiert.

Mit steigendem Beta nimmt auch das Risiko zu, überdurchschnittlich hohe Verluste zu machen. Andererseits steigt mit dem Wert des Beta-Faktors auch die Chance, überdurchschnittlich hohe Erträge zu erwirtschaften.

Korrelationskoeffizient

Der Korrelationskoeffizient zeigt sowohl

- die Stärke des Zusammenhangs der Renditeänderungen des Portfolios und der Benchmark als auch
- die Richtung der Renditeänderungen

an. Der Korrelationskoeffizient nimmt immer Werte zwischen -1 und +1 an. Dabei gibt die Zahl die Stärke des Zusammenhangs und das Vorzeichen die Richtung an. Ein positives Vorzeichen bedeutet, dass die Rendite des Portfolios immer dann gestiegen ist, wenn auch die Rendite der Benchmark gestiegen ist. Ein negatives Vorzeichen hingegen sagt aus, dass die Renditeänderungen sich gegenläufig verhalten haben. Stieg die Rendite der Benchmark, sank die Rendite des Portfolios und umgekehrt.

Von einem perfekt positiven Zusammenhang spricht man, wenn der Korrelationskoeffizient +1 beträgt. Dies sagt aus, dass in der Vergangenheit sowohl das Verhältnis der Renditeänderungen konstant war, als auch die Richtung der Renditeänderungen immer die gleiche war. Beträgt der Korrelationskoeffizient hingegen Null dann besteht zwischen dem betrachteten Portfolio und der Benchmark kein Zusammenhang. Einmal fiel die Rendite des Portfolios, wenn jene der Benchmark stieg und ein andermal stieg die Portfoliorendite ident mit der Benchmarkrendite. Um die Richtung der Renditeänderung anzuzeigen, wird oftmals auch das Beta mit einem positiven oder negativen Vorzeichen versehen.

Eine Korrelation nahe bei 1 zeigt, dass der Einfluss unsystematischer Faktoren gering war. Die Volatilität ist in einem solchen Fall dann beinahe ausschließlich auf systematische Faktoren zurückzuführen, und das Beta wird in seiner Eigenschaft als Maß für systematische Risiken bestätigt. Bei Korrelationswerten nahe Null ist es dagegen genau umgekehrt.

BVI-Methode

Die BVI-Methode wurde vom Bundesverband deutscher Investmentgesellschaften entwickelt und hat sich in Deutschland als Standardkennzahl zur eindimensionalen Performancemessung durchgesetzt. Bei dieser Methode werden all jene Kosten, die auf Fondsebene entstehen (z.B. Management- und Depotbankgebühren) bei der Berechnung berücksichtigt, und jene Kosten, die auf der Anlegerseite entstehen (Depotgebühren, Ausgabeaufschläge, etc.), bleiben unberücksichtigt. Der Grund, warum individuelle Kosten nicht berücksichtigt werden, liegt darin, dass diese von Anleger zu Anleger unterschiedlich groß sein können. So ist in den meisten Fällen der Ausgabeaufschlag und die Depotgebühr von der Höhe des eingelegten Kapitals abhängig. Würde man diese Kostenfaktoren einbeziehen, wären die erzielten Ergebnisse lediglich auf den einzelnen Anleger bezogen gültig und daher auch nicht miteinander vergleichbar. Hingegen sind Kosten, die auf der Fondsebene entstehen, für alle Anleger gleich hoch, und daher macht es auch Sinn, diese in die Berechnung einfließen zu lassen. Ein weiterer Vorteil dieser Methode liegt darin, dass auch für den Anleger nicht sofort ersichtliche Kosten (z.B. Transaktionskosten, Managergehälter, etc..) in das Ergebnis eingehen, und dieses auch dementsprechend schmälern.

In der folgenden Aufzählung finden sich die wichtigsten Annahmen der BVI-Methode:

- Es wird von einer Einmalanlage, nicht von einem Sparplan ausgegangen.
- Alle Gebühren auf Fondsebene werden berücksichtigt.
- Individuelle Kosten des Anlegers fließen nicht in die Berechnung ein.
- Individuelle steuerliche Faktoren werden nicht berücksichtigt.
- Ausschüttungen werden sofort wieder angelegt.
- Es ist möglich, Bruchteile eines Anteils zu erwerben.

Um zum Ergebnis gemäß BVI zu gelangen, empfiehlt es sich, bei der Berechnung in drei Schritten vorzugehen:

1. **Im ersten Schritt** wird berechnet, wie viele Anteile der Anleger um den Ausschüttungsbetrag kaufen könnte. Dabei wird davon ausgegangen, dass der Anleger zu Beginn der Betrachtungsperiode einen Anteil besitzt, und für die Ausschüttung sofort weitere Anteile erwirbt. Um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten, wird bei thesaurierenden Fonds die selbe Berechnung statt mit den Ausschüttungsbeträgen mit den sich ergebenden Steuerzahlungen durchgeführt.
2. **Im nächsten Schritt** werden dann die berechneten Anteile aus Schritt 1 mit dem Kurs des Investmentzertifikats zum Ende der Betrachtungsperiode multipliziert. Dadurch gelangt man zum fiktiven Vermögen des Anlegers.
3. **Im dritten und letzten Schritt** wird dann vom Ergebnis aus Schritt 2 der Anteilswert zu Beginn der Betrachtungsperiode abgezogen und ins Verhältnis zum Anfangswert des Investmentzertifikats gesetzt.

Sharpe Ratio

Die Sharpe Ratio, oftmals auch als Reward-to-Variability-Ratio bezeichnet, ist eine der bekanntesten und am meisten verwendeten Kennzahlen im Rahmen der Performancemessung. Wie beinahe alle Kennzahlen zur externen Performancemessung, fußt auch dieses Konzept auf den kapitalmarkttheoretischen Modellen. Sharpe mißt mit seiner Berechnung die Risikoprämie je Einheit des übernommenen Gesamtrisikos wobei sich die Risikoprämie aus der Differenz der Portfoliorendite zu einem risikolosen Marktzinssatz ergibt. Als risikoloser Zinssatz wird zumeist ein Geldmarktsatz mit adäquater Laufzeit gewählt. Als Risikofaktor verwendet Sharpe in seinem Modell die historische Volatilität des Portfolios.

Die Sharpe Ratio ist um so besser, je höher ihr Ergebnis ist. Eine hohe Sharpe Ratio sagt aus, dass das übernommene Risiko klein war, im Verhältnis zur erwirtschafteten Rendite des Portfolios und ist somit ein Maß für die Qualität des Fondsmanagements. Ein gut gemanagter Fonds wird eine hohe Rendite immer mit geringem Risiko (im Vergleich zu risikolosen Anlage, zb in Geldmarktpapiere) erreichen.

Um die Aussagekraft dieser Kennzahl zu erhöhen, muß man sie einer geeigneten **Benchmark** gegenüberstellen. Als Benchmark kann man entweder einen Börsenindex oder Fonds mit ähnlichem Anlageschwerpunkt wählen. Ist die Sharpe Ratio des Portfolios größer als jene der Benchmark, dann deutet das darauf hin, dass das Portfolio risikoadjustiert besser gemanagt wurde, als das Vergleichsportfolio, d.h. es konnte mit weniger eingegangenen Risiko eine gleich große oder höhere Rendite erwirtschaftet werden.

Treynor-Maß

Anders als bei Sharpe erfolgt bei Treynor die Risikoadjustierung mit Hilfe des Beta-Faktors. Dadurch ist es möglich, Portfolios mit unterschiedlichen Ertrags-Risiko-Profilen in Bezug auf ihr systematisches Risiko auf einen Nenner zu bringen und so einen fairen Performance-Vergleich zu gewährleisten.

Beim Treynor-Maß gilt, genau wie bei der Sharpe Ratio auch: Je höher das Ergebnis der Berechnung, desto besser die Performance des betrachteten Fonds.

Geht man davon aus, dass neben dem zu betrachtenden Portfolio noch andere Vermögensanlagen gehalten werden, dann ist nicht das Gesamtrisiko, sondern nur das systematische Risiko (= Marktrisiko) des zu beurteilenden Portfolios von Bedeutung. Darüber hinaus sollte gemäß der Kapitalmarkttheorie jedes gehaltene Portfolio von Grund auf so diversifiziert sein, dass das unsystematische Risiko (= titelspezifisches Risiko) bereits vollständig eliminiert ist. Nimmt man diese Voraussetzungen als gegeben an, dann eignet sich das Treynor-Maß zur Performancemessung. Denn durch die Verwendung des Beta-Faktors fließt nur das zu bewertende systematische Risiko in die Performanceberechnung ein.

Ein Hauptproblem dieser Kennzahl liegt darin, dass die oben genannten Annahmen nur auf die wenigsten Portfolios zutreffen. Da aber beim Treynor-Maß die Bewertung des unsystematischen Risikos vollkommen unberücksichtigt bleibt, kann es bei Performance-Rankings, die auf dieser Kennzahl basieren, zu gravierenden Verzerrungen kommen. So ist es z.B. möglich, dass ein Portfolio mit einem hohen Gesamtrisiko besser abschneidet, als ein Portfolio mit einem geringeren Risiko, welches die gleiche Rendite aufweist.

Jensen-Maß

Das Jensen-Alpha, welches auch als Differential Return bezeichnet wird, ist genau wie das Treynor-Maß und die Sharpe-Ratio auch, eine einparametrische Maßgröße zur Beurteilung der Performance von Portfolios. Gleich dem Treynor-Maß verfolgt auch das Jensen-Maß das Ziel, Portfolioerträge hinsichtlich ihres systematischen Risikos miteinander vergleichbar zu machen.

Jensen geht bei seinem Modell davon aus, daß sich der Markt nicht ständig im Gleichgewicht (Angebot = Nachfrage) befindet und somit die Erzielung außerordentlicher Gewinne möglich wird. Berechnet werden diese außerordentlichen Erträge durch Differenzbildung zwischen der tatsächlich durchschnittlich erzielten Rendite und der Rendite.

Die rechnerische Ermittlung des Jensen-Maßes erfolgt auf Basis einer Regressionsgleichung, wobei die Überschussrenditen des betrachteten Portfolios auf die Überschussrenditen eines den Gesamtmarkt vertretenden Index regressiert werden.

Graphisch drückt sich das Jensen-Maß durch den vertikalen Abstand zur Wertpapierlinie aus, d.h. die Ergebnisse des betrachteten Portfolios werden in einen direkten Vergleich mit der durchschnittlichen Marktrendite gesetzt. Je größer dieser Abstand und somit der Wert des Jensen-Maßes ist, desto höher ist das betrachtete Portfolio einzuschätzen.

Im Gegensatz zur Sharpe Ratio und zum Treynor-Maß ermöglicht das Jensen-Alpha kein einwandfreies Ranking unterschiedlicher Portfolios. Diese Erkenntnis beruht auf der Tatsache, dass die Portfolios ein unterschiedlich hohes systematisches Risiko besitzen können und damit nicht mehr miteinander vergleichbar sind. Daher erlaubt das Jensen-Maß lediglich den Vergleich mit dem in die Berechnung einfließenden Benchmarkportfolio, woraus ersichtlich wird, ob der betrachtete Fonds besser oder schlechter performed hat als die betrachtete Benchmark.