

Investment Perspektive

4. Quartal 2001

Die Bedeutung der Benchmark
für den Anlageerfolg

©2001. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 102, 60323 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Die Bedeutung der Benchmark für den Anlageerfolg

- ◆ Die Wahl der Benchmark ist einer der wichtigsten Entscheidungsparameter für die Vermögensanlage
- ◆ Die Benchmark dient der Gestaltung der Asset Allocation und der Performancemessung
- ◆ Benchmarks müssen repräsentativ, nachbildbar, dauerhaft, kostengünstig, breit diversifiziert und transparent sein
- ◆ Der Anleger kann zwischen standardisierten Indizes, individuell angepassten Vorgaben, Absolute Return oder Peer-Groups als Benchmark wählen
- ◆ Für die Beurteilung der Managementleistung im Vergleich zur Benchmark stehen geeignete Kennzahlen zur Verfügung
- ◆ Die Wahl der Benchmark liegt in der Verantwortung des Fondssponsors, Abweichungen von der Benchmark hingegen muss der Portfoliomanager verantworten

Die Bedeutung der Benchmark für den Anlageerfolg

Nachdem wir in unserer Serie Investment Perspektive unterschiedliche Managementstile untersucht haben, bleibt noch ein Thema offen, das bei der Anlageentscheidung einen der wichtigsten Entscheidungsparameter darstellt: Die Wahl der „richtigen“ Benchmark! Hierzu untersuchen wir die Zielsetzung, die Voraussetzungen und die Aussagekraft von Benchmarks.

Was ist unter einer Benchmark zu verstehen?

Heutzutage ist der Begriff „Benchmark“ in aller Munde. Vor gerade zehn Jahren tauchte dieser Terminus in der finanzwirtschaftlichen Literatur kaum auf. Der Begriff „Benchmarking“ kam vor allem in der Industrie vor. Unter „Benchmarking“ versteht man dort den kontinuierlichen Vergleich von Produkten, Dienstleistungen und Prozessen mit Unternehmen mit ähnlicher Ausrichtung, um von dem jeweils Besten zu lernen. Einfach ausgedrückt handelt es sich also um ein Kopieren dessen, was sich bei anderen Unternehmen bereits bewährt hat. Die Idee des „best practice“ läßt sich jedoch nicht so einfach in die Welt der Finanzen übertragen, da dort die Produkte relativ leicht kopierbar sind, und die Prozesse den eigentlichen Qualitätsunterschied ausmachen.

Also sind bei der Vermögensverwaltung andere Methoden zu suchen, um eine ständige Verbesserung der Managementqualität zu gewährleisten. Die Leistung des Managements kann sich in Form von Performance, Risikosteuerung, Liquiditätssteuerung oder sonstigen Zielen ausdrücken, die dem Fondssponsor einen Nutzen stiften. Um diese Ziele des Sponsors messen zu können und einen Bezug zum Kapitalmarkt herzustellen, wird eine Benchmark festgelegt. Sie stellt die Meßplatte dafür dar, welches am Markt realisierbare Risk/Return-Verhältnis vom jeweiligen Investor angestrebt wird.

Sinn und Ziel einer Benchmark

Die Benchmark sollte das gewünschte Risikoniveau des Investors widerspiegeln und die erhoffte Performance versprechen.

Sind die Zielvorstellungen des Anlegers durch die Benchmark erfüllt, hat der Portfoliomanager einen klaren Auftrag, an dem er gemessen werden kann. Die Festlegung einer Benchmark sollte sinnvoller Weise vor Auflage des Fonds durch den Fondssponsor geschehen, wobei der Fondsmanager beratend tätig sein kann und sollte.

Die Zielsetzung für ein Portfolio muss vom Sponsor verantwortet werden, Abweichungen von der Benchmark vom Portfoliomanager. Hierbei muss der Sponsor seine Asset Allocation bewusst vornehmen und die mit der Benchmark verbundenen Risiken kennen. Ist das gegeben, kann die Arbeit des Portfoliomanagers nicht nur über die relative Performance zur Benchmark, sondern auch über Risikokennzahlen wie den Tracking Error oder die Information Ratio bewertet werden (vgl. Investment Perspektive, 2./3. Quartal 2001). Benchmarks stellen also ein kritisches Tool für die Investmentindustrie und zugleich ein allgemein akzeptiertes Barometer für die Marktentwicklung dar. Dabei erfüllen Benchmarks zwei Rollen: Sie dienen ex ante der Asset Allocation (und ggf. der Entscheidung für einen Investmentstil), ex post der (relativen) Performancemessung.

Benchmarkanforderungen

Damit die Benchmark sowohl vom Sponsor als auch vom Portfoliomanager akzeptiert wird, müssen eine Reihe von Voraussetzungen erfüllt sein. In Anlehnung an William F. Sharpe werden sechs Kriterien an Benchmarks gestellt:

- ◆ Die Benchmark muss real erwerbbar, d. h. nachbildbar sein.
- ◆ Der Erwerb soll kostengünstig möglich sein (niedrige Transaktionskosten).
- ◆ Die Benchmark sollte breit diversifiziert sein.
- ◆ Die Benchmark sollte dauerhaft existent sein.
- ◆ Die Benchmark sollte bekannt sein, bevor Anlageentscheidungen getroffen werden.
- ◆ Die Benchmark sollte den gleichen Restriktionen unterliegen wie das Portfolio.

Sind diese Kriterien erfüllt, kann problemlos ein passives Mandat aufgelegt werden, welches hohe Qualitätsstandards erfüllt und relativ schwer zu schlagen ist. Eine effiziente Benchmark spiegelt durch ihre breite Diversifizierung nur das systematische Risiko einer Assetklasse wider. Das unsystematische Risiko, für welches ein Investor (in der Theorie) ohnehin nicht kompensiert wird, wird durch die Diversifikation gegen Null gesteuert. Je größer die Anzahl der Titel ist, die in einem Portfolio gehalten werden, und je größer der hierdurch entstehende Effekt der Risikostreuung ist, desto geringer ist das unsystematische Risiko. Die Abbildung 1 verdeutlicht diesen Zusammenhang.

Nur durch einen stringenten Investmentprozess kann die Benchmark geschlagen werden. Gerade hierin besteht also die Aufgabe des Portfoliomanagers. Teilweise kann aber aus rechtlichen Gründen heraus (5% bzw. 10% Grenze für Einzeltitel nach KAGG) der Index nicht exakt abgebildet werden. Dieses ist z. B. bei Werten mit hohem Gewicht wie der Allianz oder ehemals der Deutschen Telekom im DAX der Fall. Sehr deutlich wird es aber beim finnischen HEX, bei dem Nokia selbst nach dem dramatischen Kursverfall noch 65% des Index repräsentiert, welches die Aussagefähigkeit des HEX-Indexes als Benchmark einschränkt.

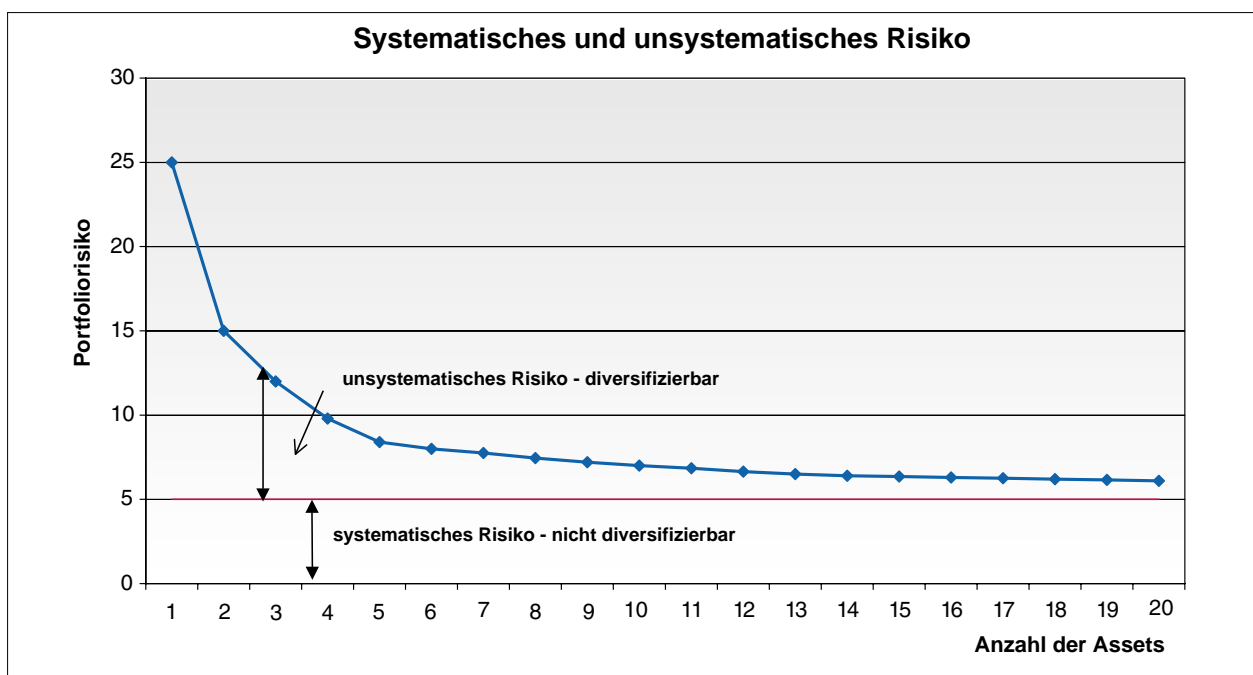
Arten von Benchmarks

Es gibt drei mögliche Gruppen von Benchmarks, die zu unterscheiden sind. Die bei weitem wichtigste Gruppe ist die Gruppe von Indizes. Hierbei gibt es eine fast unüberschaubare Anzahl von Indizes der verschiedenen Indexanbieter, die eine genauere Systematisierung notwendig macht. Indizes können auch die Grundlage für kundenspezifische Benchmarks bilden. Als zweite Gruppe kann man absolute Zielvorgaben für Return oder Risiko definieren. Darüber hinaus bietet sich noch die dritte Möglichkeit, sogenannte Peer-Groups zu erstellen, auf die wir später noch eingehen werden.

Indizes als Benchmark

Werden Indizes als Benchmark verwendet, wie es in der Regel der Fall ist, muss man zwischen zwei Haupttypen unterscheiden. Einerseits gibt es standardisierte, andererseits individuell konstruierte Benchmarks. Unter die standardisierten Benchmarks fallen Aktien- und Rentenindizes, aber auch Indizes für Rohstoffe oder andere Assetklassen, in die ein Sponsor investieren will. Neben der Unterscheidung nach Assetklassen gibt es noch weitere Unterscheidungsmerkmale, nach denen sich Indizes unterscheiden lassen.

Abbildung 1



Als Unterscheidungskriterien dienen:

- ◆ Assetklassen
- ◆ Regionen (Länderindizes)
- ◆ Währungen (USD, lokale Währungen)
- ◆ Branchen (Autos, Chemie, etc.)
- ◆ Investmentstil (Value, Growth, Sustainability)
- ◆ Marktkapitalisierung (Large, Mid, Small)
- ◆ Marktbreite (Total Market Indizes gegen Big Cap Indizes)
- ◆ Preis- oder Returnindizes
- ◆ Reale oder synthetische Indizes
- ◆ Anpassungsrhythmus

Eine Übersicht über verschiedene Assetklassen und exemplarische Indizes gibt Tabelle 1.

tatsächlichen, realen Renten konstruiert wird, liegt darin, dass die darin befindlichen Papiere eine begrenzte Laufzeit haben und dadurch automatisch aus dem Index fallen werden und ersetzt werden müssen. Durch Sprünge in den Laufzeiten und in den Kupons ergeben sich einige Probleme bei der Konstruktion, die solch einen Index zwar nachbildbar machen, aber mit häufigen Umschichtungen verbunden sind. Daher haben sich eine Reihe von synthetischen Indizes wie REX und PEX etabliert, die den Vorteil einer konstanten Restlaufzeit und eines konstanten Kupons haben, dafür aber in der Realität nicht eins zu eins nachgebildet werden können. Daher sind synthetische Indizes nur bedingt als Benchmark geeignet.

Tabelle 1

Aktien weltweit	Morgan Stanley Capital International (MSCI) World
Aktien USA	Dow Jones Industrial Average, S&P 500, Russell 2000
Aktien Europa, Euroland	MSCI Europe, DJ STOXX, DJ EUROSTOXX
Aktien Deutschland	DAX, MDAX, SDAX, NEMAX, MSCI Deutschland
Anleihen weltweit	J.P. Morgan World Government Bond Index
Anleihen USA	J.P. Morgan US Government Bond Index
Anleihen Europa, Euroland	J.P. Morgan EMU Government Bond Index, Lehman Brothers Euro Aggregate Index, Reuters Govtop Euro Government Bonds Index
Anleihen Deutschland	REX, PEX, SSB Government Bond Index Germany
Rohstoffe	Commodity Research Bureau Index (CRB), Goldman Sachs Commodity Index (GSCI), Dow Jones Power Index

Quelle: eigene Übersicht

Falls sich ein Sponsor für einen Index als Benchmark entscheidet, ist für die Entscheidungsgrundlage wichtig, dass er den Aufbau und die Prinzipien bei der Indexkonstruktion kennt. Es gelten ähnliche Prämissen wie bei den allgemeinen Benchmarkanforderungen, damit ein Index als geeignet anerkannt wird:

- ◆ Eignung als Benchmark (Aussagekraft, Vergleichbarkeit, Liquidität)
- ◆ Eignung als Underlying für Derivate (sofern möglich)
- ◆ Repräsentativität für den Markt
- ◆ Transparenz und Logik des Indexkonzeptes
- ◆ Diversifikation (keine Dominanz einzelner Titel)

Bei Rentenindizes kann man zwischen tatsächlichen und synthetischen Indizes unterscheiden. Das Hauptmerkmal eines Rentenindex, der aus

Wir wollen am Beispiel von Aktienindizes die Unterschiede zwischen den verschiedenen Konstruktionsarten darstellen. Als erstes stellt sich die Frage, wie man die einzelnen Titel, die ein Index enthalten soll, auswählt und anschließend gewichtet.

Häufig erfolgt die Auswahl der Werte nach Größenklassen. In den großen, bekannten Aktienindizes repräsentieren die größten Firmen des Landes die Wirtschaftskraft. Dabei ist die Anzahl der gewählten Mitglieder im Index von Land zu Land unterschiedlich (DAX 30 in Deutschland, CAC 40 in Frankreich, FTSE 100 in England, MIB 30 in Italien, IBEX 35 in Spanien, DOW JONES 30 in USA, NIKKEI 225 in Japan). Das Ziel, einen umfassenden, repräsentativen Überblick über die Wirtschaftslage des jeweiligen Landes zu geben, erfüllen die bekanntesten Indizes nur bedingt.

Die Begründung hierfür liegt darin, dass man mit einer relativ geringen Zahl von Titeln im Index zwar für Übersichtlichkeit sorgt, aber nicht alle Wirtschaftsbereiche abgedeckt werden können, und es dadurch zu Verzerrungen hin zu kapitalintensiven Zweigen wie Automobil oder Telekommunikation kommen kann.

Aber nicht nur in der Anzahl der Titel unterscheiden sich die Indizes. Die Indizes werden entweder als Kurs- bzw. Preisindex berechnet oder als Performanceindex. Während beim Kursindex keine Bereinigung des Indexstandes stattfindet, werden beim Performanceindex die sonstigen Ertragsbestandteile wie Dividenden durch Reinvestition berücksichtigt. Tabelle 2 zeigt die Berechnungsmodalitäten ausgewählter, wichtiger Indizes:

Tabelle 2

Index	Kursindex	Performanceindex
DAX	X	X
Dow Jones	X	
Nikkei 225	X	
STOXX-Familie	X	X
MSCI-Familie	X	X*

* seit 31.12.2000 auf Tagesbasis, vorher mit Approximation

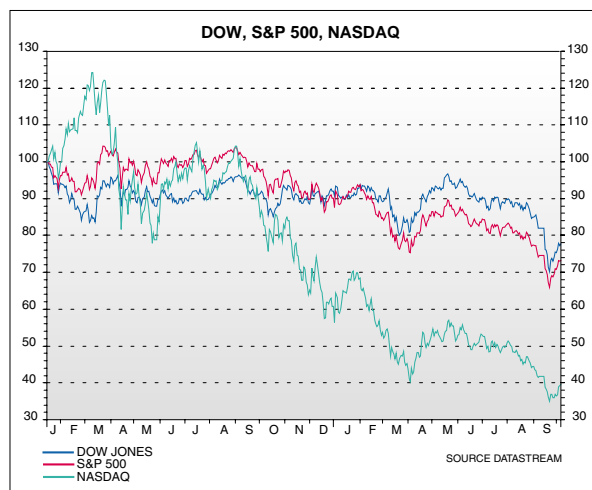
Bei einem fairen Vergleich zum Portfolio sollte daher immer ein Performanceindex als Benchmark gewählt werden. Den Unterschied zwischen diesen beiden Indextypen von ca. 2-3% p. a. machen sich die Anbieter von Indexzertifikaten zu Nutze. Sie bieten in der Regel Zertifikate auf Kursindizes an und streichen die Differenz als Konstruktionsprämie ein.

Ein wichtiger Punkt ist die Art und Weise, wie die Gewichtung der einzelnen Aktien im Index vorgenommen wird. Als am 26. Mai 1896 der Journalist Charles Henry Dow und Edward Davis Jones die Idee umsetzten, nicht alles in eine Aktie zu investieren, sondern einen Durchschnittswert aus damals 12 Titeln zu bilden, erschufen sie den Index. Bis heute wird der Dow Jones Industrial Average (und ebenso der Nikkei 225) nach dem Kursgewichtungsverfahren berechnet. Es wird also eine Aktie A mit einem Preis von USD 100 mit dem doppelten Gewicht der Aktie B, die USD 50 kostet, in den Index einfließen. Bei einem Aktiensplit würde das Gewicht dieser Aktie deutlich fallen.

Das Verfahren ist zwar simpel und transparent, erscheint jedoch wenig geeignet, ein repräsentatives Abbild der Wirtschaft durch die Indexkonstruktion zu gewährleisten. Das gebräuchlichere Verfahren ist daher die Kapitalisierungsgewichtung, welches entweder in der Ausprägung Marktkapitalisierung (Market Cap) oder frei handelbare Aktien (Free Float, Streubesitz) existiert. Bei der Marktkapitalisierung gehen die Aktien nicht mit ihrem Kurs in den Index ein. Stattdessen wird der Kurs mit der Anzahl der Aktien multipliziert, um somit auf den Marktwert des Unternehmens zu kommen. Bei einem Aktiensplit im Verhältnis 1:1 würde sich zwar der Kurs halbieren, die Anzahl der Aktien aber verdoppeln, wodurch das Gewicht im Index unverändert bliebe. Es leuchtet unmittelbar ein, dass dieses Verfahren eher der wirtschaftlichen Realität entspricht.

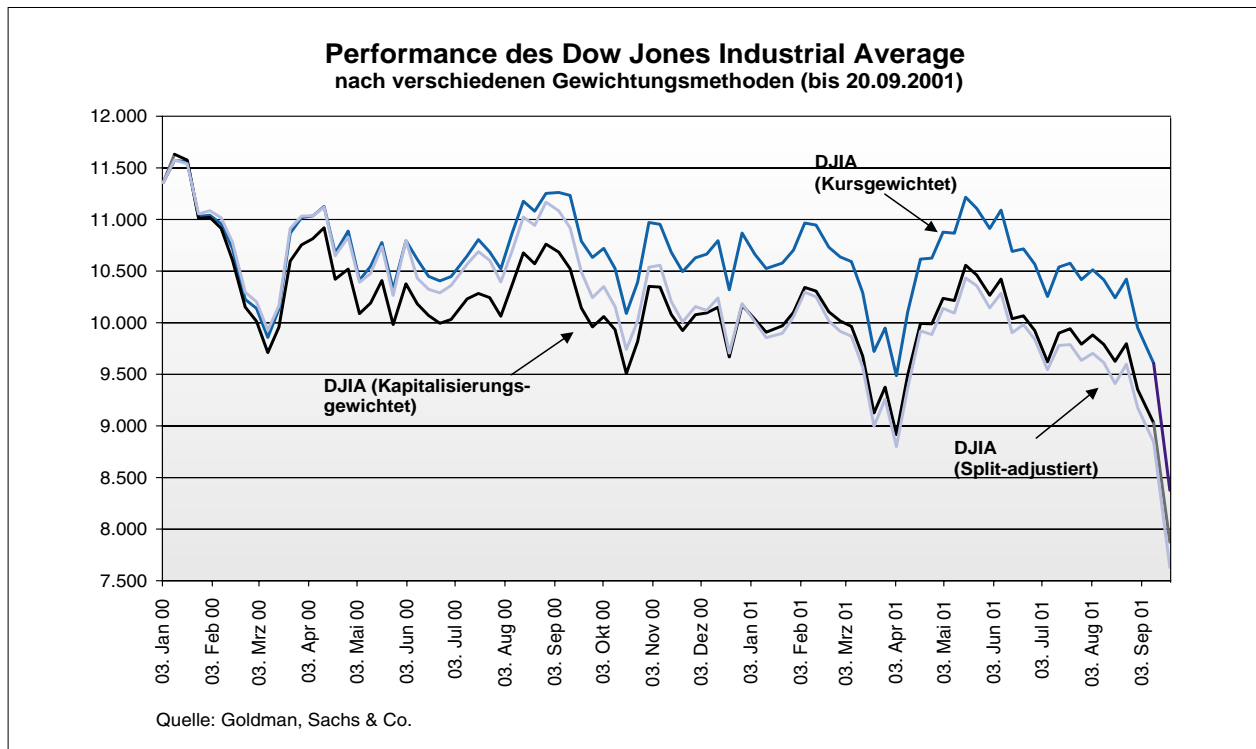
Dass die Art der Gewichtung bei der Indexkonstruktion erheblichen Einfluß auf die Performance hat, verdeutlicht Abbildung 2. Während der kursgewichtete Dow Jones Industrial Average von seinem Hoch am 14. Januar 2000 22 % verloren hat, haben der S&P 500 rund 27 %, der Nasdaq sogar 60 % abgegeben (Stand: 21.09.2001).

Abbildung 2



Zum Teil hat der Dow auch deshalb nicht so stark gelitten, weil die hochgewichtigen Technologietitel, die für den Kursrückgang maßgeblich verantwortlich waren, durch Aktiensplits weniger stark gewichtet wurden. Welchen Unterschied das Gewichtsverfahren macht, wird deutlich, wenn man den Dow Jones vergleichend auf unterschiedliche Weisen berechnet. Würde der Dow ebenfalls nach Marktkapitalisierung berechnet, sähe das Bild schon anders aus (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3



Auf Grund der immer wichtigeren Rolle von Indizes als Benchmarks von Assetklassen kam die Frage auf, ob wirklich alle existierenden Aktien einer Gesellschaft berücksichtigt werden sollen, oder nur diejenigen, die dem Markt wirklich zur Verfügung stehen. Alle großen, internationalen Indexanbieter (z. B. STOXX Ltd., FTSE) haben bereits auf das Free Float-Verfahren umgestellt oder werden umstellen (MSCI, zweistufig im November 2001 und im Mai 2002). Die Deutsche Börse AG als Anbieter der DAX- und NEMAX-Familie wird im Juni 2002 ebenfalls folgen. Bei diesem Verfahren werden alle großen Aktienpakete wie z. B. die Aktien der Deutschen Telekom, die der Bund oder die KfW halten, aber auch Überkreuzverflechtungen (in der Regel größer 5%) nicht berücksichtigt. Nur die dem Markt wirklich frei zu Verfügung stehenden Aktien fließen in die Gewichtung ein.

Da sich Portfoliomanager bei passiven Mandaten und bei aktiven Mandaten mit relativ kleinem Tracking Error eng an ihrer Benchmark orientieren, führen Veränderungen in der Methodologie von Market Cap auf Free Float gerade bei führenden Indexanbietern wie MSCI zu erheblichen Auswirkungen auf einzelne Aktien, Branchen und auch Länder. So werden die USA und Großbritannien an Gewicht gewinnen, Deutschland, Frankreich und Japan deutlich verlieren. Das Volumen der erwarteten

Umschichtungen beläuft sich auf ca. 600 Mrd. US-Dollar, davon ca. 150 Mrd. in Europa.

Neben diesen beiden Gewichtungsverfahren gibt es weitere wie z. B. Gleichgewichtung, Ertragsgewichtung oder Umsatzgewichtung. Sie sind aber eher theoretischer Natur und in der Praxis unüblich.

Die meisten Indexanbieter bieten eine Vielfalt von Indizes an und nutzen eine Reihe der oben genannten Unterscheidungskriterien, um eine Indexfamilie ins Leben zu rufen. Je nach aktuellem Trend werden dann auch neue Indexgruppen gebildet. Ein Anbieter, der zuerst nur nach verschiedenen Regionen segmentiert, erkennt z. B. den Wunsch der Kunden nach verschiedenen Branchen oder Stilen und kreiert die gewünschten Indizes, um als Indexanbieter interessant zu bleiben. Eine aktuelle Ausprägung findet sich in den Sustainability-Indizes wider, die von einer Reihe von Anbietern in der jüngsten Vergangenheit aufgelegt wurden. Hierbei folgen die Indexanbieter dem Wunsch der Anleger, in Firmen zu investieren, deren Ansatz durch eine nachhaltige, mit der Umwelt verträgliche Philosophie geprägt ist. Der Anleger hat also die Macht, durch seine Investitionswünsche neue Indextypen ins Leben zu rufen, wenn die Nachfrage nur groß genug ist. Eine exemplarische Übersicht über die STOXX-Indexfamilie gibt Abbildung 4.

Abbildung 4

	Dow Jones STOXX SM	Dow Jones EURO STOXX SM	Dow Jones STOXX ex UK SM	Dow Jones STOXX NORDIC SM	Dow Jones STOXX ex EURO SM	TOTAL
Total Market Indexes (TMI)	1	1	1	1	1	5
Sizes Indexes:						
- TMI Large	1	1	1	1	1	5
- TMI Mid	1	1	1	1	1	5
- TMI Small	1	1	1	1	1	5
- STOXX 600	1	1	1	1	1	5
- Large 200	1	1	1	1	1	5
- Mid 200	1	1	1	1	1	5
- Small 200	1	1	1	1	1	5
Growth & Value Indexes:						
- TMI	2	2	-	-	-	4
- TMI Large	2	2	-	-	-	4
- TMI Mid	2	2	-	-	-	4
- TMI Small	2	2	-	-	-	4
Sector Indexes:						
- TMI: market sectors	18	18	18	-	-	54
- STOXX 600: economic sectors	10	10	-	-	-	20
- STOXX 600: market sectors	18	18	18	-	-	54
- STOXX 600: industry groups	21	16	-	-	-	37
Blue Chip Indexes	1	1	-	1	-	3
TOTAL	84	79	44	9	8	224

Quelle: Dow Jones STOXX Index Guide, Juli 2001

Kundenspezifische Benchmarks

Da Indizes trotz ihrer Vielfalt (allein MSCI berechnet täglich über 11.000 Indizes) nicht immer genau den Wünschen des Investors entsprechen, gibt es auch auf den Kunden speziell zugeschnittene Benchmarks, die auch customized oder tailored Benchmarks genannt werden. Im einfachsten Fall setzt sich eine Benchmark im Falle eines Balanced Produktes aus einem Rentenindex und einem Aktienindex zusammen. Eine weit verbreitete Variante ist ein Balanced Mandat mit 70% PEXP, 30% DJ EUROSTOXX. Solche auf Indizes beruhenden Benchmarks haben alle gemeinsam, dass sie der Symmetrie-Eigenschaft unterliegen, also gleichmäßig an steigenden, aber auch an fallenden Kursen partizipieren.

Anleger mit einer höheren Risikoaversion können sich jedoch für eine nicht symmetrische Benchmark entscheiden, indem sie das Risiko nach unten begrenzen, dafür aber in steigenden Märkten eine etwas geringere Performance erwirtschaften. Für eine solche kundenspezifische Vorstellung mit individuellen Verlustgrenzen gibt es keine standardisierten Benchmarks. Jedoch können Lösungen für die Umsetzungen dieser Vorgaben in Portfoliostrategien gefunden werden, wie zum Beispiel die Constant Proportion Portfolio Insurance (siehe auch Investment Perspektive 3. Quartal 2000).

Absolute Benchmarks

Entfernt sich das Anlageziel zu weit von einem existierenden Index, ist also der Tracking Error sehr hoch, oder sind die Risk/Return-Vorstellungen des Investors nicht darstellbar, stellt sich die Frage nach einer anderen geeigneten Benchmark. Gerade in Zeiten mit negativen Returns im Aktiensegment - oder bei High Yield Bonds - sehnen sich viele Anbieter nach dem sicheren Hafen, ohne aber auf Renditechancen verzichten zu wollen. Das Risiko einer Assetklasse drückt sich gerade darin aus, dass es auch Jahre mit negativen Returns gibt. Gerade dann kommt es zur Gretchenfrage, wie stark die Leidensfähigkeit des Anlegers ist.

In rationalen Märkten wird der Anleger langfristig für höheres Risiko durch höhere Renditen entschädigt. Die Risikoprämie ist in Zeiten steigender Kurse ein zusätzlicher Ertrag, den der Investor gerne erhält. Die Risikoprämie dient als Schutz für schlechte Jahre, in denen der aufgebaute Puffer dafür benutzt wird, Verluste abzufangen. Das Risiko gerät in Bullenmärkten wie den 90er Jahren jedoch gerne in Vergessenheit. Ist die Risikoaversion, die in schlechten Zeiten bei vielen Anlegern steigt, hoch ausgeprägt, stellt sich die Frage nach einem nicht zu unterschreitenden Mindestreturn als Alternativansatz.

Dieses kann durch konservative Anlagestrategien in Geldmarktprodukten oder kurzlaufenden Staatsanleihen erfolgen, die jedoch auf Grund des geringen Risikos auch nur relativ geringe Erträge abwerfen. Aber auch gemischte Mandate, die ein Minimum an ordentlichen Erträgen generieren und durch eine Beimischung weiterer Assetklassen wie z. B. Aktien oder High Yield einen Pick-up versprechen, können der Risikoreduktion dienen. Sobald die volatilieren Assetklassen negative Performancebeiträge liefern, wird ein Stopp Loss ausgeübt und eine Mindestrendite für das laufende Geschäftsjahr erzielt.

Eine weitere Entwicklung, die in Richtung Absolute Return zielt, ist die Auflegung von Hedge Fonds. Bei Long-Short Strategien z. B. wird versucht, das Marktrisiko abzusichern (zu hedgen), in dem gegenläufige Positionen das systematische Risiko weitgehend neutralisieren. Lediglich das unsystematische Risiko bleibt erhalten (siehe auch Abb. 1). Hedge Fonds widersprechen also der Theorie vollkommen informationseffizienter Märkte, da sie Fehlbewertungen ausnutzen wollen. Daher bieten Hedge Fonds auf relativ niedrigem Risikoniveau hohe Performancechancen (vgl. hierzu auch Hintergrund August 2000, Hedge Fonds).

Eine allgemeingültige Benchmark für Hedge Fonds gibt es aber (noch) nicht. Zwar versuchen einige Anbieter, Indizes für Hedge Fonds am Markt zu etablieren, aber die Vielfalt der unterschiedlichen Strategien macht es schwierig, eine allgemein anerkannte Benchmark zu kreieren. Darüber hinaus sind Hedge Fonds in der Regel in ihrem Volumen begrenzt und basieren auf weniger liquiden Konstruktionen, was den Anforderungen für Benchmarks entgegensteht. Daher sollten Anleger bei Hedge Fonds ihre Anlagestrategie klar definieren. Nur dann sind Hedge Fonds eine echte Alternative und bieten eine Möglichkeit, auch an fallenden Märkten zu profitieren.

Der Peer-Group Vergleich

Der Peer-Group Vergleich stellt darauf ab, verschiedene Anbieter miteinander zu vergleichen. Die Benchmark ist in diesem Fall kein Index, sondern der direkte Konkurrent. Dieses Verfahren kommt dem ursprünglichen Benchmarking aus der Industrie am nächsten. Es bietet sich vor allem für Investoren an, die über genügend Kapital verfügen, um gleichartige Fonds auf unterschiedliche Fondsgesellschaften zu verteilen. Grundlage für den Vergleich, der sowohl in der zeitlichen Dimension als

auch zwischen den Kandidaten der Peer-Group stattfinden kann, ist die absolute Homogenität der Voraussetzungen. Nur bei identischem Investmentauftrag bezüglich der Kriterien Anlageuniversum, Investmentstil, Tracking Error Vorgaben, Planungshorizont, Ausschüttungspolitik etc. können die Kapitalanlagegesellschaften miteinander verglichen werden.

Sind homogene Voraussetzungen gegeben und herrschen damit gleiche Spielregeln für alle, sind automatisch die Probleme wie z. B. Transaktionskosten obsolet, die beim Vergleich mit einem Index als Benchmark verbunden sind. Insofern stellt der Peer-Group Vergleich eine saubere Möglichkeit des (relativen) Performancevergleichs dar. Da aber auch Ziele (z. B. absolutes Performance- oder Risikoniveau) vereinbart werden können, die nicht so öffentlich zugänglich und allgemein akzeptiert sind wie Indizes, ist es umso wichtiger, klare Vorgaben bezüglich des Investmentstils und des Anlageuniversums zu formulieren.

Für Anleger mit geringeren Volumina ist diese Benchmarkwahl nur schwer umsetzbar, da die Zersplitterung in zu viele kleine Mandate die Kosten der Verwaltung in die Höhe treibt. Falls dieser Ansatz einem Investor trotzdem überlegen erscheint, bleibt ihm die Möglichkeit, das Universum so breit zu streuen, dass innerhalb der einzelnen Portfolios eine Diversifikation zwischen den einzelnen Assetklassen stattfindet (Balanced Mandate). In diesem Fall entfällt jedoch der Vorteil der Spezialisierungseffekte gewisser Anbieter auf bestimmte Assetklassen. Der Investor muss entscheiden, ob ihm die Vergleichbarkeit in einer Peer-Group wichtiger ist, oder ob er der Diversifikation der Investmentstile durch unterschiedliche Vermögensverwalter den Vorzug gibt.

Beurteilung anhand Benchmarks

Über die Qualität einer Anlage im Vergleich zur Benchmark kann nur geurteilt werden, wenn geeignete Parameter die Leistung des Portfoliomanagers objektiv beurteilen. Da die Leistung des Portfoliomanagers an den zwei Dimensionen Risiko und Ertrag gemessen werden kann, müssen für beide Kennzahlen zur Beurteilung gefunden werden.

Relativ einfach erscheint die Beurteilung der Dimension Ertrag. Die Messung der Performance sowohl des Portfolios als auch der Benchmark ist aus technischer Sicht relativ einfach zu bewerkstelligen.

Bei einem fairen Vergleich zwischen Portfolio und Benchmark muss ein same level playing field gelten. Unterschiedliche Voraussetzungen wie z. B. Transaktionskosten oder Kosten für die Abschlussprüfung eines Portfolios gehen zu Lasten der Portfolioperformance, obwohl sie nicht im Einflussbereich des Portfoliomanagers liegen. Daher ist es auch relativ schwierig eine Benchmark zu schlagen, wenn diese keine Transaktionskosten beinhaltet. In der Regel wird auf eine Bereinigung dieser Kosten verzichtet, obwohl sie zumindest in ähnlicher Höhe bei einer Eigenanlage ebenfalls anfallen würden.

Die zweite Dimension zur Beurteilung der Managementleistung ist die Risikoebene. Hierbei eignen sich Kennzahlen wie die Volatilität, Value at Risk oder der Tracking Error zur Beurteilung des Portfoliomanagements. Da der Fokus auf der Risikobetrachtung liegt, rückt die Performancesicht in den Hintergrund. Vor allem bei risikoaversen Anlegern kann so eine Vereinbarung Sinn machen.

Eine Kombination dieser beiden Ebenen führt zu relativen Kennzahlen wie Sharpe-, Treynor- oder die Information Ratio. Hierbei wird gemessen, wie hoch der Ertrag pro Risikoeinheit bzw. wie groß die aktive Rendite im Verhältnis zum Tracking Error ist. Diese Sichtweise ergänzt die absolute Betrachtung der reinen Performance. Wir empfehlen eine Beurteilung auf Grund relativer Kennzahlen, da sie als einzige dem Risikokapital als Engpassfaktor Rechnung tragen. Dem Investor wird hierdurch eine Reihe von Instrumenten zur Messung und Beurteilung der Managementleistung an die Hand gegeben. Er muss nur eine klare Entscheidung treffen und die genannten Instrumente nutzen.

Zusammenfassung

Die Wahl einer Benchmark ist einer der wichtigsten Aspekte bei einer Anlageentscheidung. Hierbei können Indizes, absolute Vorgaben oder Peer-Groups als Messlatte dienen. Die Zielsetzung für ein Portfolio muss vom Sponsor verantwortet werden, Abweichungen von der Benchmark hingegen vom Portfoliomanager. Benchmarks helfen dem Sponsor, seine Asset Allocation bewusst vorzunehmen.

Benchmarks müssen repräsentativ, nachbildbar, dauerhaft, kostengünstig, breit diversifiziert und transparent sein. Wenn sie diese Voraussetzungen erfüllen, können sie ex ante der Allokation und der Entscheidung für einen Investmentstil, ex post der (relativen) Performancemessung dienen. Es haben sich eine Reihe von Indexanbietern am Markt etabliert. Die Vielzahl der angebotenen Indizes ist sehr groß und ständig werden neue Indizes kreiert, da sich die Wünsche der Anleger ändern. Ein Vergleich der unterschiedlichen Indexanbieter und ihrer Methodologie macht Unterschiede in der Systematik deutlich. Dabei sind unterschiedliche Gewichtsverfahren und ihre Auswirkungen auf die Performance des Indexes von entscheidender Bedeutung.

Ist der Anlagewunsch des Sponsors nicht durch einen existierenden Index replizierbar, können kundenspezifische Benchmarks konfiguriert werden. Bei risikoaversen Verhalten bieten sich Absolute Return Mandate an. Für Kunden mit hohen Anlagevolumina bieten sich Peer-Group-Vergleiche an.

Die Wahl der „richtigen“ Benchmark ist einer der entscheidenden Faktoren für den Anlageerfolg und für eine faire Performancemessung.

Verfasser:

Norbert Welp, Research
Tel.: 069 - 50 60 6 - 142



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Grüneburgweg 102
60323 Frankfurt

Tel.: 069 - 50 60 6 - 0

Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9

20354 Hamburg

Tel.: 040 - 35 72 90 - 20

Fax: 040 - 35 72 90 - 29