



*Standpunkt*

Mai 2010

Fixed Income Benchmarks im Asset  
Management – Markit iBoxx-Indizes

©2010. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 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.

## Fixed Income Benchmarks im Asset Management - Markt iBoxx-Indizes

- ◆ Benchmarks spielen im Kapitalanlageprozess eine bedeutende Rolle. Sie helfen dem Fondsponsor, seine Asset Allocation bewusst vorzunehmen. Sie sind wichtige Werkzeuge bei den Überlegungen zur Ausrichtung der strategischen Asset Allocation, bei der Aufgabenformulierung und Strukturierung der Asset Management-Mandate, der Messung der Leistung des Portfoliomanagements sowie bei der Zuteilung von Risikobudgets, Risikosteuerung und Overlay Management.
- ◆ Wegen der komplexen Aufgaben von Benchmarks und ihres vielfältigen Einsatzes ist die Auswahl von Indizes, die als Benchmark in der Kapitalanlage in Frage kommen, alles andere als trivial. Es gibt daher eine ganze Reihe von Anforderungen an Rentenindizes. Zu diesen notwendigen Eigenschaften, die als Benchmark eingesetzte Indizes unbedingt erfüllen müssen, gehören Marktnähe und Relevanz, Transparenz und Datenverfügbarkeit, Nachbildbarkeit, Diversifizierung, Markteffizienz und Stabilität.
- ◆ Für den Anleger wird die Zusammenarbeit in der Wertschöpfungskette mit Depotbanken, Master-KAGen, Asset Managern, Consultants und Wirtschaftsprüfern erleichtert, wenn er sich auf Indizes konzentriert, die am Markt anerkannt sind und eine hohe Marktdurchdringung aufweisen. Insellösungen sind teuer und ineffizient.
- ◆ Im Bereich der breit diversifizierten Eurolandrenteninvestments findet der Anleger eine ganze Reihe von Indizes vor, die im Prinzip alle Anforderungen an eine Rentenbenchmark erfüllen. Neben dem Markt iBoxx €-Overall-Gesamtindex sind der Citigroup Euro Broad-Index und der Merrill Lynch EMU Broad-Index weit verbreitet und anerkannt.
- ◆ Lazard als Asset Manager bevorzugt die Markt iBoxx-Indizes, weil sie bezüglich der in den Index eingehenden Preise, die Transparenz, den Datenzugang und die Unabhängigkeit von einer einzigen Investmentbank einige Vorteile aufzuweisen haben. Daher ist es nicht überraschend, dass diese Indizes in den letzten Jahren eine wachsende Marktdurchdringung, ja fast eine Rolle als Marktstandard, erreicht haben.

# Fixed Income Benchmarks im Asset Management - Markt iBoxx-Indizes

## Benchmarkdenken

Die Gedankenwelt der meisten Investoren bei der Verwaltung ihrer Vermögen ist von den Erkenntnissen der modernen Kapitalmarkttheorie geprägt, deren Grundlagen in den 50er und 60er Jahren von Harry M. Markowitz, Merton H. Miller und William Sharpe gelegt wurden. Das Benchmarkdenken bei Fondsgesellschaften, Anlegern und Consultants ist Folge von Grundüberzeugungen, die das Fundament der von diesen Nobelpreisträgern geprägten Portfoliotheorie (Theorie effizienter Märkte) bilden.<sup>1</sup>

Ein rationaler Investor, der im Sinne der Kapitalmarkttheorie an die Effizienz der Kapitalmärkte glaubt und die Erkenntnisse der Portfoliotheorie umsetzen will, wird automatisch zum Benchmarkinvesting geführt. Der effiziente Anleger ist gemäß der Portfoliotheorie derjenige, welcher alle Assetklassen passiv über eine Ausrichtung an einem Index, einer Benchmark, welche die Assetklasse widerspiegelt, repliziert. Er geht keine aktiven Wetten ein, denn diese werden vom Markt nicht honoriert.

Ein wirklicher Anleger ist in der Realität allerdings mit Problemen konfrontiert, welche die Modellwelt der Portfoliotheorie unberücksichtigt gelassen hat. Die praktische Umsetzung der Efficient Market Theory krankt an der Existenz von Transaktions- und Informationskosten, die eine Streuung in unendlich viele Wertpapiere trotz möglicher risikosenkender Effekte wenig praktikabel machen. Liquiditätseffekte, Steuerfragen, Zeithorizonteffekte oder Losgrößenproblematiken sind andere Einflussfaktoren, welche die theoretischen Überlegungen praxisfern erscheinen lassen.

Dennoch hat sich die Vorgehensweise, sich an einer Benchmark als Richtschnur für die Ausrichtung der Kapitalanlagen in einer Assetklasse zu orientieren, als Hauptkenntnis der Portfoliotheorie bei den

Anlegern behauptet. Benchmarkinvestments sind trotz des Wachstums von Absolute Return-Konzepten in den letzten Jahren noch immer die dominierende Herangehensweise an die Kapitalanlage.

## Benchmarks im aktiven Management

Der Glaube an rationale Investoren und informationseffiziente Märkte hat in der Zeit nach dem Entstehen der klassischen Portfoliotheorie viele Rückschläge hinnehmen müssen. Die Marktteilnehmer haben eine ganze Fülle von Marktanomalien (Small Cap-Effekt, Kalendereffekte, Kapitalmarktblasen) entdeckt, die zur Hypothese informationseffizienter Märkte im Widerspruch stehen. Die Erkenntnisse der Behavioral Finance haben die Prämisse rationaler Investoren und effizienter Kapitalmärkte zudem weiter erschüttert.

Vor diesem Hintergrund ist es nicht überraschend, dass passive Kapitalanlagen und Indextracking zwar einen wachsenden Anteil der Mandate im Portfoliomanagement ausmachen, dass sich die meisten Fondssponsoren in den letzten Jahrzehnten aber dennoch für aktives Management ihrer Gelder entschieden haben.

In gewissem Sinne ist es paradox, wenn sich die meisten Anleger parallel zu der Vergabe von aktiven Mandaten gleichzeitig auf die Vereinbarung einer Benchmark festlegen (bzw. von Consultants und Asset Managern festlegen lassen). Denn die Ausrichtung an einer Benchmark passt eigentlich nur zu weitgehend effizienten Märkten, während die Vergabe von aktiven Mandaten für einen Fondssponsor nur dann sinnvoll ist, wenn er von der Ineffizienz der Märkte überzeugt ist.

Woher kommt es also, dass sich das Benchmarkdenken in den letzten Jahrzehnten so stark durchsetzen konnte, dass viele Anleger, Consultants und Asset Manager kaum noch anders als in Benchmarkkategorien denken können?<sup>2</sup>

Die apodiktischen Positionen der meisten Theoretiker der Kapitalmärkte in Bezug auf die Diskussion um die Markteffizienz sind den Praktikern relativ gleichgültig. Sie gehen opportunistisch an ihre Mandatsvergaben heran, wollen den Portfoliomanagern gewisse Möglichkeiten aktiven Managements einräumen, ohne durch die Aufgabe der Benchmarkausrichtung den Bezug zu ihren strategischen Anlagezielen auf lange Sicht zu unstabil werden zu lassen. Die Investoren wollen sich von den Fähigkeiten der Manager nicht zu stark abhängig machen.

Letztlich hat sich die Benchmarkdenke bei der Vergabe von Mandaten im Portfoliomanagement nicht aus theoretischen Überlegungen durchgesetzt, sondern weil Benchmarks im pragmatischen Sinne einige wichtige Funktionen erfüllen, die Anlegern, Consultants und Portfolio Managern die (Zusammen-)Arbeit leichter machen.

## Funktion und Nutzen von Benchmarks

Übersichtsartig können wir die Funktionen von Benchmarks bei der Vergabe und dem Managen von Portfolio Managementmandaten in vier Gruppen zusammenfassen.<sup>3</sup>

- Ausrichtung der strategischen Asset Allocation
- Aufgabenformulierung und Strukturierung der Asset Management-Mandate
- Messung der Leistung des Portfoliomanagements
- Zuteilung von Risikobudgets, Risikosteuerung und Overlay Management

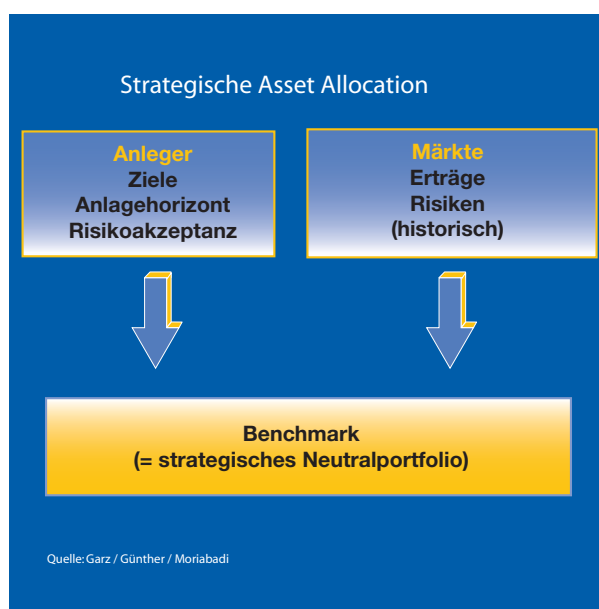
### Ad a) Strategische Asset Allocation

Ein Anleger, der seine Kapitalanlagen langfristig plant, muss sich über zwei Dinge im Klaren sein.<sup>4</sup> Einerseits muss er sich eine Vorstellung über die Art und die zeitliche Staffelung seiner Verpflichtungen verschaffen. Andererseits muss er ein Urteil über mögliche Assetklassen fällen, die für die Kapitalanlage in Frage kommen. Durch die langfristig

geplante Gewichtung der Kapitalanlagen, die strategische Asset Allocation, soll erreicht werden, dass die erwarteten Cash Flows der Verpflichtungen des Anlegers mit den zukünftig zu erwartenden Cash Flows der Kapitalanlagen möglichst abgedeckt werden können (Asset-Liability-Matching).

Zur Lösung der Fragestellung des Asset-Liability-Matching muss der Anleger eine Beurteilung der Eigenschaften der möglichen Assetklassen machen, beispielsweise über die langfristige Wertentwicklung, die Schwankungsbreiten, das Shortfall-Risiko in verschiedenen Zeiträumen, die Korrelationen unter den Assetklassen oder die Abhängigkeiten der Wertentwicklung vom Konjunkturverlauf. Es ist naheliegend, sich im Rahmen der Festlegung der Parameter zur strategischen Anlageplanung eine Meinung über die Assetklassen zu bilden, indem sich der Anleger mit Benchmarks beschäftigt, welche die jeweilige Assetklasse optimal abbilden. Durch diese Entwicklung des sogenannten strategischen Neutralportfolios wurde bereits der erste Schritt zum Benchmarkdenken vollzogen (vgl. Abbildung 1).<sup>5</sup>

**Abbildung 1: Benchmark und strategische Asset Allocation**



### Ad b) Strukturierung der Mandate

Hat sich ein Anleger für eine Assetklasse entschieden, muss er im zweiten Schritt der Kapitalanlageplanung – zumindest wenn er die Verwaltung der

Assetklasse fremd vergibt – für den jeweiligen Manager ein Mandat definieren. Hat sich der Fondssponsor bei den Überlegungen für die Entscheidung für eine Assetklasse aber bereits an Benchmarks orientiert, ist es naheliegend, auch die Strukturierung der Asset Management-Mandate mit Hilfe von Benchmarks vorzunehmen.

Um die Ziele des Sponsors genau zu definieren, einen festen Bezug des Mandats zum ausgewählten Kapitalmarktsegment herzustellen und die Zielsetzung des Mandats möglichst klar zu formulieren, wird eine Benchmark festgelegt. Die Festlegung der Benchmark sollte sinnvollerweise vor Auflage des Fonds durch den Fondssponsor geschehen, wobei der Fondsmanager (bzw. möglicherweise ein Consultant) beratend tätig sein kann und sollte. Die letzte Verantwortung für die Benchmarkauswahl liegt aber beim Fondssponsor und kann nicht delegiert werden.

Die Benchmark stellt die Meßlatte dafür dar, welches am Markt realisierbare Risk/Return-Verhältnis vom jeweiligen Investor angestrebt wird. 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. Gerade auch wenn zusätzlich ein Consultant bei der Mandatsvergabe beteiligt ist, wird dieser bei der Managerauswahl und der Mandatsstrukturierung ein großes Interesse daran haben, die Vorstellung des Fondssponsors und die Aufgabenstellung des auszuwählenden Asset Managers über eine genaue Benchmarkverankerung deckungsgleich zu machen.

#### Ad c) Leistungsmessung

Damit ergibt sich die dritte Verankerung der Benchmark als automatischer Schritt. Hat sich ein Anleger für eine bestimmte Assetklasse entschieden und ein Mandat vergeben, das über die Festlegung einer Benchmark definiert wird, ist es logisch, dass die Leistung des Managers über den Vergleich zur Benchmark gemessen wird. Durch den Track Record des Managers, die Performance im Vergleich zur Benchmark, den Tracking Error, die Sharpe Ratio oder die Information Ratio wird das Ausmaß der Zielerreichung definiert. Der Portfolio Manager

zeigt, dass er im Rahmen bestimmter Assetklassen erfolgreich Geld verwalten kann und in der Lage ist, besser zu sein als der Marktdurchschnitt, also die Benchmark.

Wenn Fondssponsoren oder Consultants einen sogenannten Peer Group-Vergleich durchführen, also unterschiedliche Manager innerhalb einer Assetklasse vergleichen, ist dies nur dann sinnvoll, wenn die Mandate der unterschiedlichen Manager auch auf die gleiche Art gegenüber der gleichen Benchmark definiert worden sind. Der Wunsch, Peer Groups zu vergleichen, ist also ein starkes Argument für Benchmarkinvestments. Problematisch ist, dass dadurch die Leistung des Managements auf die reine Performance gegenüber der Benchmark reduziert wird, obwohl sie sich in den meisten Mandaten in Wirklichkeit auch in Form von Risiko-steuerung, Liquiditätssteuerung oder sonstigen Zielen ausdrückt, die dem Fondssponsor einen Nutzen stiften.

#### Ad d) Risikosteuerung

Ein vierter Punkt, der die Orientierung an Benchmarks auch in jüngster Zeit attraktiv gemacht hat, ist die Risikosteuerung über die Vergabe von Risikobudgets für die einzelnen Subsegmente der Kapitalanlage. Gerade in Zeiten, in denen die Risikotragfähigkeit der meisten Investoren ziemlich beschränkt ist und die Kapitalanlage mehr in Richtung Risikobegrenzung denn in Richtung Ertragsmaximierung ausgerichtet ist, ist der Wunsch nach Risikokontrolle der einzelnen Mandate ein dominantes Investmentthema.

Will der Anleger Risiken bewusst steuern und den einzelnen Assetklassen enge Risikobudgets zuteilen, ist es fast zwingend, eng an Benchmarks orientiert zu investieren. Aktive Risikosteuerung hängt nämlich davon ab, dass die Risiken bei den Asset Managern relativ eng am Risiko in der Benchmark orientiert sind, da es für den Fondssponsor nur dann berechenbar und steuerbar bleibt. Managerspezifische individuelle Risiken sehr aktiven Managements passen nicht in diesen Ansatz.

Insbesondere wenn über Derivative z. B. im Rahmen von Portfolio Insurance das Risiko genau gesteuert werden soll, müssen die zugrundeliegenden Assets eng an Standardbenchmarks angelehnt

werden, um Basisrisiken zwischen Portfolio und Hedge-Instrument zu vermeiden. Dies gilt auch, wenn der Fondssponsor (oder ein spezieller Overlay Manager) ein zentrales Overlay Management über alle Assetklassen hinweg machen will, sei es in Bezug auf die Steuerung des Aktienbeta, der Duration oder von Währungsgewichtungen.

## Anforderungen an Rentenbenchmarks

Welche Kriterien müssen Rentenindizes für Euro-land erfüllen? Welche Forderungen muss ein Portfoliomanager an Rentenindizes stellen, damit sie als Benchmark im Portfoliomanagement - zur Messung der relativen Performance und zur Quantifizierung von Risiken - geeignet sind? Welche Rentenindizes kommen als Eurolandbenchmark für Spezialfonds in Frage?

Kurz gesagt, gibt es drei Hauptforderungen und einige Nebenbedingungen in Bezug auf die Verwendbarkeit eines Index als Benchmark. Nur Indizes, welche die wichtigsten Forderungen erfüllen, können im Portfoliomanagement Verwendung finden.<sup>6</sup>

- a) Marktnähe / Relevanz
- b) Transparenz / Datenverfügbarkeit
- c) Nachbildbarkeit
- d) Weitere Forderungen

### Ad a) Marktnähe / Relevanz

Als erste Forderung an einen Eurolandrentenindex gilt, dass er entweder das gesamte Universum von Eurolandrenten oder aber ein spezielles Teilssegment realitätsnah widerspiegelt. Die für Anleger relevanten Segmente müssen abgebildet werden. In einem Gesamtindex sollten sich die einzelnen Teilssegmente des Marktes mit einer den Marktgegebenheiten entsprechenden Gewichtung im Rentenindex wiederfinden. Daraus ergibt sich automatisch die Forderung, dass Indizes wohl diversifiziert und möglichst effizient im Sinne der Kapitalmarkttheorie sein sollten.<sup>7</sup>

Um ihre Marktnähe zu bewahren, sollten die Indizes in regelmäßigen Abständen angepasst werden. Neuemissionen sollten termingerecht in den Index aufrücken und Emissionen, die eine Mindestlauf-

zeit unterschreiten, dem Index fristgerecht entzogen werden.

Dennoch sollte ein Index einigermaßen stabil sein (keine sprunghaften Veränderungen der Kriterien der Indexkonstruktion). Ein Portfoliomanager, der den Index als Benchmark verwendet, sollte nicht zu ständigen Transaktionen gezwungen sein, um die Abweichungen gegenüber dem Index begrenzt zu halten.

Schließlich muss man nach den Ereignissen der Finanzmarktkrise festhalten, dass der Indexanbieter selbst so stabil und krisenresistent wie möglich sein sollte und unabhängig von Einflüssen aller Art. Der Anleger muss sich darauf verlassen können, dass die Datengrundlage der Indexberechnung dauerhaft objektiv erfolgt.

### Ad b) Transparenz / Datenverfügbarkeit

Die zweite wichtige Forderung ist die nach optimaler Verfügbarkeit der Informationen und nach einer größtmöglichen Transparenz des Indexes. Es ist für den Portfoliomanager wichtig, dass der Datenzugriff auf den Index so vollständig und „real time“ wie möglich verfügbar ist.<sup>8</sup>

Bei „real time“-Verfügbarkeit des gesamten Indexportfolios kann der Portfoliomanager Szenarien simulieren und testen, wie ein Index reagiert, wenn sich die Zinsstrukturkurve verschiebt, steiler oder flacher wird. Dann kann er sich entsprechend seiner Markterwartung gegenüber dem Index positionieren.

Daher sind vor der Entscheidung für einen Index als Benchmark einige Fragen zu beantworten. Auf welchen Systemen ist der Datenzugriff möglich? Welche Indexkennzahlen und -statistiken stehen zur Verfügung?

Der Datenanbieter sollte auf täglicher Basis nicht nur Indexstände liefern, sondern auch Performance-daten, Risikokennziffern (Duration, Volatilität) und die genaue Zusammensetzung des Benchmarkportfolios. Der Portfoliomanager sollte möglichst auch nachvollziehen können, wie die Aufnahmekriterien aussehen, die einzelne Wertpapiere in den Index bringen oder nicht (Mindestvolumina, Mindestliquidität, Preisqualität).

Liegen dem Index nur bestimmte Arten von Anleihen oder bestimmte Mindestvolumina zugrunde? Gibt es bestimmte Forderungen an die Preisqualität, die für das Wertpapier zur Verfügung stehen muss? Gibt es Bonitätsanforderungen? Oder Anforderungen an die Restlaufzeit? Und schließlich stellt sich die Frage, ob eine Historie für die Indizes verfügbar ist, die der Manager beispielsweise für das Backtesting braucht.

Möglichst viele Subindizes sind für die Benchmarkauswahl interessant. So kann ein Anleger den für seine Bedürfnisse passenden Teilindex auswählen. Stehen Abgrenzungen in Teilindizes geordnet nach verschiedenen Produktgruppen, Ratingklassen, Emittentengruppen oder Laufzeitbereichen zur Verfügung, kann der Portfoliomanager besser beurteilen, in welchen Segmenten er gegenüber dem Index über- oder untergewichtet ist und wo seine Risiken und Über- oder Underperformance herkommen.

#### Ad c) Nachbildbarkeit

Sind die Forderungen nach Datenverfügbarkeit und Transparenz erfüllt, sind wichtige Forderungen an die Nachbildbarkeit eines Indexes als Benchmark schon weitgehend garantiert. Nachbildbarkeit bedeutet, dass der Portfoliomanager den Index über näherungsweise Duplizierung quasi kaufen kann.

Als Abgrenzung von Indizes ist in diesem Zusammenhang eine wichtige Unterscheidung von großer Bedeutung.<sup>9</sup> Es gibt synthetische Indizes mit fiktiven Anleihen und Indizes aus konkreten, tatsächlich existierenden Papieren. Die wichtigsten Beispiele für synthetische Indizes sind die deutschen Rentenindizes REX (Index deutscher Staatsanleihen) und PEX (deutscher Pfandbriefindex).

Der Vorteil von Indizes auf Basis fiktiver Anleihen ist der, dass sie durch Änderungen des Emissionsgeschehens nicht unmittelbar beeinflusst werden. Sie sind so konstruiert, dass sie eine feste Portfoliostruktur und damit eine konstante Restlaufzeit aufweisen. Die Indexgewichtung wird nur in großen Zeiträumen verändert. Sie müssen daher nicht stetig angepasst werden, wenn Emissionen fällig oder Anleihen emittiert werden. Der Nachteil ist aber, dass die theoretischen Klasseneinteilungen, die diesen Indizes zugrunde liegen, veralten

können (der Rex verwendet 6%, 7,5% und 9% Kuponklassen) und damit gar nicht real abbildbar sind. Diese Indizes können vom Portfoliomanager nicht unmittelbar durch Käufe und Verkäufe nachgebildet werden. Sie sind nicht repräsentativ für den realen Gesamtmarkt.

Die Forderung der Nachbildbarkeit ist damit ein starkes Argument für die Verwendung von Indizes real existierender Anleihen, denn diese kann der Portfoliomanager duplizieren oder zumindest mit einem kontrollierbaren Tracking Error nachbilden. Allerdings haben diese Indizes eine begrenzte Laufzeit und müssen aufgrund von Marktstrukturveränderungen wieder neu zusammengesetzt werden.

#### Ad d) Weitere Forderungen

Für Portfoliomanager, die ihre Eurolandinvestments als Teil einer globalen Strategie ansehen, ist die Einbettung des Eurolandindex in einen globalen Index interessant. Es ist für manche Anlegergruppen attraktiv, wenn der Eurolandindex durch einen gesamteuropäischen Index begleitet wird und wenn es eine Einbettung in Indexsysteme verschiedener Kreditqualitäten gibt. Für die internationale Verwendbarkeit eines Indexes ist es auch attraktiv, wenn der Index nicht nur eine Notierung in EUR hat, sondern auch in USD oder anderen Währungen berechnet wird.

Dann steigt auch die Wahrscheinlichkeit, dass der Index eine letzte Forderung erfüllt: Er sollte international anerkannt sein und sich am Markt durchgesetzt haben, denn die hohe Marktdurchdringung einer Benchmark erleichtert die Kommunikation mit Kunden und anderen Portfoliomanagern und garantiert eine hohe Liquidität in Produkten, die Bezug zu dem Index haben. Insellösungen sind kostenintensiv und ineffizient.

## Der Markt für Kapitalmarktindizes

Der Markt für Aktien- und Rentenindizes hat sich in den letzten Jahren dramatisch gewandelt. Historisch gesehen war die Berechnung von Indizes und das Anbieten von Benchmarks für die Kapitalanlage eher ein Stiefkind am Markt. Das Geschäft wurde in erster Linie von US-Investmentbanken domi-

niert, die mit der Etablierung ihrer Indizes als Standard am Markt auf Zusatzgeschäft und eine stärkere Kundenbindung setzten, die Indizes aber nicht als ihr Kerngeschäft ansahen.

So dominierten in den 1970er, 1980er und 1990er Jahren mehr oder weniger handgestrickte Indizes von Morgan Stanley, Merrill Lynch, JP Morgan, Lehman Brothers oder Salomon Brothers (später Citigroup) das Marktgeschehen.

Erst nach der Jahrtausendwende etablierte sich als Folge der boomenden Kapitalmärkte das Anbieten von Indizes als Kerngeschäft im Asset Management. Mittlerweile kommen ergänzend zu den klassischen Indizes einzelner Investmentbanken Indizes von drei verschiedenen Arten von Anbietern hinzu. Einerseits etablierten sich viele Börsen, wie z.B. die Deutsche Börse AG, als Anbieter von Indexdaten. Andererseits kam es zu Spin-offs spezialisierter Segmente der Investmentbanken, die heute als spezialisierte Index-Anbieter auftreten (z. B. Morgan Stanley Capital International). Schließlich traten vermehrt ganz neue Unternehmen am Markt auf, die beispielsweise von einer ganz Gruppe von Banken finanziert werden oder mit ihnen zusammenarbeiten (wie Markit iBoxx).

Damit sind die Verfügbarkeit von Indizes, die Auswahl unter den Indexanbietern und die Professionalität im Vermarkten der Indizes in den letzten Jahren enorm angestiegen, was aber die Entscheidung für eine Indexfamilie nicht unbedingt einfacher gemacht hat.

## Die iBoxx €-Indexfamilie

In der jüngsten Vergangenheit hat sich im Bereich der Rentenindizes ein neuer Wettbewerber, Markit iBoxx, ein auf Finanzmarktdaten aller Art spezialisiertes Unternehmen, immer mehr gegen die etablierten Indexanbieter Merrill Lynch oder Citigroup durchgesetzt.

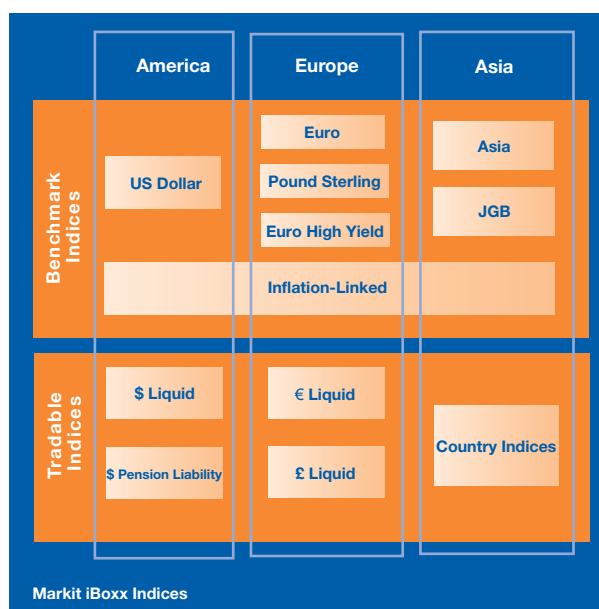
Die europäischen Rentenmarktindizes dieses Anbieters erfüllen in sehr guter Weise die bisher diskutierten Anforderungen an einen Rentenindex, so dass auch Lazard Asset Management immer mehr auf die Benchmarks dieses fokussierten Qualitätsanbieters zurückgreift.

## Marktnähe und Relevanz der iBoxx €-Indexfamilie

Die iBoxx €-Indexfamilie weist, auch wegen der Marktgerechtigkeit der einfließenden Preise, unter allen am Markt vertretenen Indexsystemen die größte Marktnähe auf.

Die regionale iBoxx €-Indexfamilie ist eingebettet in eine globales Indexsystem, der Markt iBoxx-Indexfamilie, die Amerika, Europa, Asien und die Lokalwährungen der Emerging Markets umfasst (vgl. Abbildung 2).<sup>10</sup>

Abbildung 2: Markt iBoxx-Indexfamilie



Im iBoxx €-Overall-Gesamtindex finden sich in einer klaren Indexstruktur das gesamte Anlageuniversum von Eurolandrenten und alle relevanten Teilsegmente (iBoxx €-Sovereigns, iBoxx €-Sub-Sovereigns, iBoxx €-Collateralized, iBoxx €-Corporates) mit einer marktgetreuen Gewichtung wider (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Markt iBovx €-Overall Index

| <b>Markt iBovx EUR Benchmark Indices</b>  |  |   |   |
|---|--|---|---|
| <b>iBovx € Index Family</b><br>overall and maturity indices (1-3, 3-5, 5-7, 7-10 and 10+ years)   |  |   |   |
| <b>iBovx € Overall</b><br>overall and maturity indices  |  |   |   |
| <b>iBovx € Sovereigns</b><br>overall and maturity indices   |  | <b>iBovx € Non-Sovereigns</b><br>overall and maturity indices   |   |
| <b>iBovx € Non-Sovereigns Rating Indices</b><br>each with overall indices   |  |   |   |
| <b>iBovx € Eurozone</b><br><b>iBovx € Germany</b><br><b>iBovx € France</b><br><b>iBovx € Italy</b><br>each with overall and maturity indices  |  | <b>iBovx € Sub-Sovereigns</b><br>overall and maturity indices   | <b>iBovx € Collateralized</b><br>overall and maturity indices   |
| <b>iBovx € Austria</b><br><b>iBovx € Belgium</b><br><b>iBovx € Finland</b><br><b>iBovx € Greece</b><br><b>iBovx € Ireland</b><br><b>iBovx € Netherlands</b><br><b>iBovx € Portugal</b><br><b>iBovx € Spain</b><br>each with overall indices |  | <b>iBovx € Sub-Sovereigns Rating Indices</b><br>each with overall indices   | <b>iBovx € Collateralized Rating Indices</b><br>each with overall indices   |
|   |  | <b>iBovx € Supranationals</b><br>each with overall and maturity indices   | <b>iBovx € Covered</b><br>each with overall and maturity indices  |
|   |  | <b>iBovx € Agencies</b><br><b>iBovx € Public Banks</b><br><b>iBovx € Regions</b><br><b>iBovx € Other Sovereigns</b><br><b>iBovx € Other Sub-Sovereigns</b><br>each with overall indices | <b>iBovx € Covered Sub-Indices</b><br><b>iBovx € Germany Covered Sub-Indices</b><br><b>iBovx € Securitized</b><br><b>iBovx € Other Collateralized</b><br>each with overall indices                                |
|   |  |   | <b>iBovx € Corporates</b><br>overall and maturity indices   |
|   |  |   | <b>iBovx € Corporates Rating Indices</b><br><b>iBovx € Corporates Sector Indices</b><br>each with overall and maturity indices  |
|   |  |   | <b>iBovx € Financials Rating Indices</b><br><b>iBovx € Non-Financials Rating Indices</b><br><b>iBovx € Financials Sub-Indices</b><br><b>iBovx € Corporates Market Sector Indices</b><br>each with overall indices |

Quelle: Markit User Guide

Die iBovx €-Indexfamilie wird in der gesamten Zusammensetzung monatlich, im Rahmen von genau vorgegebenen Zeitabläufen und Prozessen, aktualisiert (monatliches Rebalancing). Die Veränderungen in den Indexzusammensetzungen werden frühzeitig bekannt und zugänglich gemacht. Monatliche Zu- und Abgangslisten von Papieren stehen vor der Indexanpassung zur Verfügung.

Als Preisquellen verwendet Markit / iBovx zehn Banken (ABN AMRO, Barclays Capital, BNP Paribas, Deutsche Bank, Dresdner Kleinwort, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland und UBS), die unabhängig voneinander marktgerechte Preise stellen. Dies ist die breiteste Aufstellung von Preisquellen aller Indexanbieter.

### Transparenz der iBovx €-Indexfamilie

Die iBovx €-Indexfamilie arbeitet mit hoher Transparenz. Die Indexzusammensetzung und die Indexberechnung sind vollständig und frei zugänglich und werden bis hinunter zu den Einzeltiteln absolut transparent und nachvollziehbar angeboten. Die

Aufnahmekriterien in die iBovx €-Indexfamilie, die einzelne Titel in den Index bringen oder herausfallen lassen (Mindestvolumina, Preisqualität, Mindestliquidität) sind öffentlich, transparent und nachvollziehbar.<sup>11</sup>

Die Bewertungspreise, die in die Indexberechnung eingehen, werden durch ein marktgerechtes und transparentes Verfahren ermittelt; beispielsweise erfolgt der Zugang von neuen Anleihen zum Kaufpreis und nicht zum Bewertungskurs, wie es bei anderen Indexfamilien der Fall ist. Zudem stehen sowohl Preis- wie auch Performanceindizes zur Verfügung.

Eine Überprüfung der Marktrelevanz der Daten ist möglich, da diese offen eingesehen werden können. Die zur Verfügung gestellten Zeitreihen sind mittlerweile auch lange genug, um Backtestings durchzuführen oder realistische Risiko/Return-Erwartungen zu ermöglichen.

## Datenverfügbarkeit der iBoxx €-Indexfamilie

Die permanente, einfache Datenverfügbarkeit und Benutzerfreundlichkeit der iBoxx €-Indexfamilie ist ein hervorzuhebendes positives Merkmal.

Der Datenzugriff auf die Indizes erfolgt vollständig und „real time“; alle Berechnungsmethoden werden offengelegt. Der Datenzugang ist zudem einfach und vollständig, so dass der Fondsmanager permanent Szenarien spielen und die Erwartungen über die Wertentwicklung des Portfolios im Vergleich zur Benchmark testen kann.

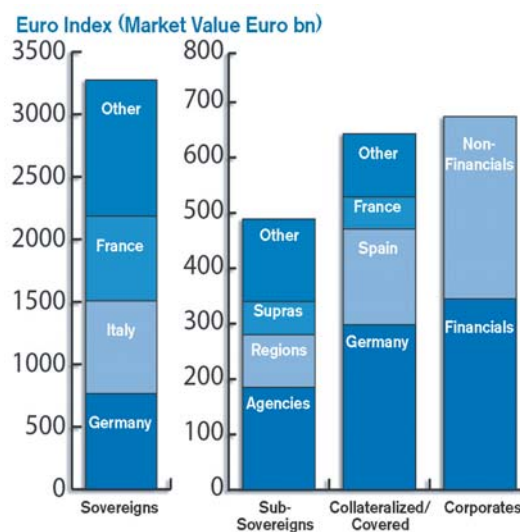
Der Zugriff auf die Daten der iBoxx €-Indexfamilie ist über eine ganze Reihe einfacher Systeme möglich (Internet, Bloomberg, Reuters, Datastream, Barra, Factset). Dieser Datenzugang erfolgt auf täglicher Basis nicht nur auf Indexstände, sondern auf die einzelnen Titel im Index und die genaue Indexzusammensetzung, auf Indexkennzahlen, Performancedaten und Risikokennzahlen. Die Benutzerfreundlichkeit geht so weit, dass gegen zusätzliche Kosten individuelle („customized“) Indizes zur Verfügung gestellt werden können.

## Nachbildbarkeit der iBoxx €-Indexfamilie

Marktnähe, Transparenz und Datenverfügbarkeit sind die Grundlage für die effiziente Nachbildbarkeit der iBoxx €-Indexfamilie. Der Fondsmanager kann alle Subindizes über näherungsweise Duplizierung quasi kaufen bzw. mit einem kontrollierbaren Tracking Error nachbilden.

Die iBoxx €-Indexfamilie basiert nicht auf synthetischen, sondern aus konkreten, tatsächlich existierenden Wertpapieren, so dass die Nachbildbarkeit ermöglicht wird. Die Indizes ermöglichen eine faire Messung der Performanceleistung des Fondsmanagers bei Relative Value-Mandaten (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Die Zusammensetzung der iBoxx €-Indexfamilie



Quelle: Markit iBoxx Indices

## Stabilität und weitere Eigenschaften der iBoxx €-Indexfamilie

Die iBoxx €-Indexfamilie bildet die vorhandenen Anlagemöglichkeiten im Eurolandrentenmarkt in allen Facetten zu jeder Zeit realitätsnah ab. Neuemissionen rücken termingerecht in den Index auf und Emissionen, die unter ein Jahr Restlaufzeit fallen, werden dem Index termingerecht entzogen.

Die Kriterien zur Indexkonstruktion sind durchdacht ausgearbeitet und dürften langfristig stabil gehalten werden.

Der Indexanbieter fokussiert sich auf Datenlieferung als Kerngeschäft; dies sollte die Datenlieferung nach den Erfahrungen der Finanzmarktkrise auf Dauer verlässlicher machen als es bei den Indizes einzelner Investmentbanken ist. Der Indexanbieter hängt auch nicht von einzelnen Banken ab und ist daher relativ unabhängig von externen Einflüssen.

Diese Unabhängigkeit und die Fokussierung auf das Kerngeschäft „Datenlieferung“ von Markit iBoxx hat mit dazu beigetragen, dass sich die iBoxx €-Indexfamilie allmählich zum Marktstandard für das Anbieten von Eurolandrentenindizes entwickelt hat. Die iBoxx €-Indexfamilie hat mittlerweile eine hohe Marktdurchdringung erreicht und setzt sich

am Markt mehr und mehr durch. Attraktiv ist für viele Nutzer, dass alle Daten (noch) kostenlos über die Homepage des Indexanbieters zugänglich sind.

### Andere breite Euroland-Rentenindizes

Neben den iBoxx-Indizes sind im Bereich der Eurolandrenten der Citigroup Euro Broad-Index und der Merrill Lynch EMU Broad-Index weit verbreitet (in den USA greift man auch gerne auf Lehman-Indizes, jetzt Barclays Capital, wie den Lehman Euro Aggregate-Index zurück). Die Unterschiede in der Ausgestaltung der drei marktdominierenden Benchmarks zeigt Abbildung 5.<sup>12</sup>

Abbildung 5: Breite Euroland-Rentenindizes

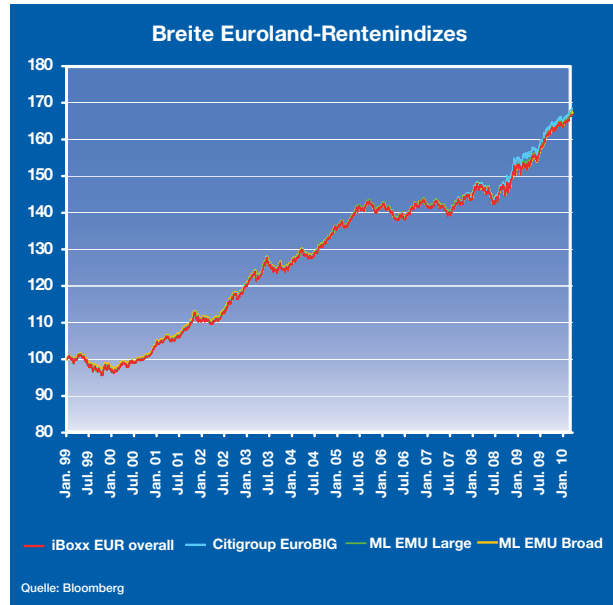
| Index                         | iBoxx€ Overall   | Citigroup Euro Broad   | Merrill Lynch EMU Broad  |
|-------------------------------|--|--|--|
| <b>Markt</b>                  | EUR Anleihen mit Investmentgrade-Qualität  | EUR Anleihen mit Investmentgrade-Qualität  | EUR Anleihen mit Investmentgrade-Qualität  |
| <b>Gewichtung</b>             | Marktkapitalisierung   | Marktkapitalisierung   | Marktkapitalisierung   |
| <b>Aufnahmekriterien</b>      | Fixed Kupons, Zeros, Steps, keine Floater oder Optionselemente   | Fixed Kupons, incl. alle Kündigungsarten und Optionsfeatures   | Fixed Kupons, Zeros, Steps, keine Floater oder Optionselemente   |
| <b>Staatsanleihen</b>         | ab 2 Mrd. Emissionsvolumen   | ab 2,5 Mrd. Emissionsvolumen   | ab 2 Mrd. Emissionsvolumen   |
| <b>Sub-staatliche</b>         | ab 1 Mrd. Emissionsvolumen   | ab 500 Mio. Emissionsvolumen   | ab 250 Mio. Emissionsvolumen   |
| <b>Covered Bonds</b>          | ab 1 Mrd. Emissionsvolumen   | ab 500 Mio. Emissionsvolumen   | ab 250 Mio. Emissionsvolumen   |
| <b>Besicherte Anleihen</b>    | ab 500 Mio. Emissionsvolumen   | ab 500 Mio. Emissionsvolumen   | ab 250 Mio. Emissionsvolumen   |
| <b>Unternehmensanleihen</b>   | ab 500 Mio. Emissionsvolumen   | ab 500 Mio. Emissionsvolumen   | ab 250 Mio. Emissionsvolumen   |
| <b>Laufzeiten</b>             | über 1 Jahr Restlaufzeit   | über 1 Jahr Restlaufzeit   | über 1 Jahr Restlaufzeit   |
| <b>Subindizes</b>             | Sovereigns, Subsovereigns, Collateralized, Corporates, dort Fülle von Unterindizes   | Sovereign/Sovereign-Guaranteed, Collateralized, Corporate, Government Sponsored/Regional Government, dort Fülle von Unterindizes | Direct Governments, Quasi-Governments, Securitised/Collateralized, Corporates, dort Fülle von Unterindizes |
| <b>Historie</b>               | 02.01.1999   | 31.12.1998   | 31.12.1995   |
| <b>Preisquellen</b>           | Zehn internationale Broker (ABN AMRO, Barclays, BNP Paribas, Deutsche Bank, Dresdner Kleinwort, Goldman, HSBC, JPM, Morgan Stanley, UBS) | Citi Traders Evaluations, third party pricing sources supplementary  | FT IDC   |
| <b>Preisfeststellung</b>      | Bid, Mündlich, fixing 5.15 p.m. CET  | Bid, 4.15 p.m. London time   | Bid, 5.30 p.m. CET   |
| <b>Anleihenanzahl</b>         | 2357 (274 Sovereigns, 382 Sub-Sovereigns, 461 Collateralized, 1240 Corporates)   | 2403   | 3353 (293 Direct Governments, 612 Quasi-Governments, 659 Securitised/Collateralised, 1789 Corporates)      |
| <b>Duration (Semi Annual)</b> | 5,31   | 5,4  | 5,32   |
| <b>Anpassung</b>              | monatlich  | monatlich  | monatlich  |
| <b>Bloomberg</b>              | QW7A   | SBEA   | EMU0   |

Quelle: iBoxx, Citigroup, Merrill Lynch; Stand: März 2010

Die Tabelle macht deutlich, dass die Ausgestaltung all dieser Indizes sehr nahe beieinander liegt. Der Merrill Lynch Index greift durch die Erweiterung auf kleinere Volumina auf mehr Anleihen und ein breiteres Universum zurück, aber einerseits gibt es ergänzend den Merrill Lynch EUR Large Cap-Index, der den beiden anderen Wettbewerbern näher ist, und andererseits ist diese Erweiterung für

die langfristige Ertrags/Risiko-Konstellation der Benchmark eher zweitrangig (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Wertentwicklung breiter Euroland-Rentenindizes



Unserer Meinung nach kann der Anleger unter diesen drei Indizes als Benchmarks für das Eurolandrentenmanagement sozusagen frei wählen, ohne falsche Vorentscheidungen bzgl. der strategischen Allokation bzw. über das Risiko oder die Ertragserwartungen zu treffen.

Wir als Asset Manager bevorzugen allerdings die Markt iBoxx-Indizes, weil sie bezüglich der in den Index eingehenden Preise, die Transparenz, den Datenzugang und die Unabhängigkeit von einer einzigen Investmentbank einige Vorteile aufzuweisen haben. Daher ist es nicht überraschend, dass diese Indizes in den letzten Jahren eine wachsende Marktdurchdringung, ja fast eine Rolle als Marktstandard, erreicht haben.<sup>13</sup>

## Zusammenfassung

Benchmarks spielen im Kapitalanlageprozess eine bedeutende Rolle. Sie helfen dem Fondsponsor, seine Asset Allocation bewusst vorzunehmen. Sie sind wichtige Werkzeuge bei den Überlegungen zur Ausrichtung der strategischen Asset Allocation, bei der Aufgabenformulierung und Strukturierung der Asset Management-Mandate, der Messung der Leistung des Portfoliomanagements sowie bei der Zuteilung von Risikobudgets, Risikosteuerung und Overlay Management.

Wegen der komplexen Aufgaben von Benchmarks und ihres vielfältigen Einsatzes ist die Auswahl von Indizes, die als Benchmark in der Kapitalanlage in Frage kommen, alles andere als trivial. Es gibt daher eine ganze Reihe von Forderungen und Nebenbedingungen in Bezug auf die Verwendbarkeit eines Index als Benchmark. Zu diesen notwendigen Eigenschaften, die als Benchmark eingesetzte Indizes unbedingt erfüllen müssen, gehören Marktnähe und Relevanz, Transparenz und Datenverfügbarkeit, Nachbildbarkeit, Diversifizierung, Markteffizienz und hohe Stabilität.

Für den Anleger wird die Zusammenarbeit in der Wertschöpfungskette mit Depotbanken, Master-KAGen, Asset Managern und Consultants erleichtert, wenn er sich auf Indizes konzentriert, die am Markt anerkannt sind und eine hohe Marktdurchdringung aufweisen. Insellösungen sind teuer und ineffizient.

Im Bereich der breit diversifizierten Eurolandrentenindizes findet der Anleger eine ganze Reihe von Indizes vor, die im Prinzip alle Anforderungen an eine Rentenbenchmark erfüllen. Neben dem Markit iBoxx €-Overall-Gesamtindex sind der Citigroup Euro Broad-Index und der Merrill Lynch EMU Broad-Index weit verbreitet und anerkannt.

Wir als Asset Manager bevorzugen die Markit iBoxx-Indizes, weil sie bezüglich der in den Index eingehenden Preise, die Transparenz, den Datenzugang und die Unabhängigkeit von einer einzigen Investmentbank einige Vorteile aufzuweisen haben. Daher ist es nicht überraschend, dass diese Indizes in den letzten Jahren eine wachsende Marktdurchdringung, ja fast eine Rolle als Marktstandard, erreicht haben.

## Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- <sup>1</sup> R.A. Brealey / S.C. Myers: Principles of Corporate Finance, 4. Auflage 1991, S. 155-180.
- <sup>2</sup> B. Bahlmann / T. Vogt: Benchmarks im Kontext der barwertigen Zinsbuchsteuerung, Lazard Asset Management, Standpunkt, November 2005.
- <sup>3</sup> D.F. Just: Benchmarks als Siegel für Produktwahrheit und -klarheit, Präsentation auf der 7. Jahrestagung Portfolio Management, Bayerische Versorgungskammer, 15. und 16. Juni 2004; S. Günther: Praktische Bedeutung und professioneller Einsatz von Benchmarkportfolios, in: J. Kleeberg / H. Rehkugler, Handbuch Portfoliomanagement, Bad Soden 2002, S. 225ff.
- <sup>4</sup> H. Reichert: Überlegungen zur Benchmarkauswahl für Spezialfonds, in: J. Kleeberg / C. Schlenger: Handbuch Spezialfonds, 2000, S. 702-723.
- <sup>5</sup> S. Günther: Asset Allocation, in: H. Garz / S. Günther / C. Moriabadi: Portfolio-Management, Frankfurt am Main, 1998, S. 119ff.
- <sup>6</sup> W. Krämer: Europäische Rentenindizes, Lazard Asset Management, Hintergrund, 10. September 1999.
- <sup>7</sup> N. Amenc / F. Goltz / V. Le Sourd: Assessing the Quality of Stock Market Indices – Requirements for Asset Allocation and Performance Measurement, Working Paper, Edhec Business School, September 2006.
- <sup>8</sup> M. Aehling: Transparenz ohne Effizienz – das Innenleben von Benchmarks, Portfolio Institutionell, Mai 08, Ausgabe 04.
- <sup>9</sup> S.J. Siemßen: Rentenindizes als Benchmarks im Bondmanagement, in: J. Kleeberg / H. Rehkugler, Handbuch Portfoliomanagement, Bad Soden 2002, S. 439ff.
- <sup>10</sup> Markit: Markit iBoxx Bond Indices, 2010, [www.indexco.com](http://www.indexco.com)
- <sup>11</sup> Markit: Markit iBoxx EUR Benchmark Index Guide, Dezember 2009, [www.indexco.com](http://www.indexco.com)
- <sup>12</sup> Citi: Citigroup Global Fixed Income Index Catalog – 2010 Edition, Januar 2010; P. Peacock / A. Ruiz-Sena: Merrill Lynch Monthly bond index profiles, Merrill Lynch, März 2010; P. Galdi: Merrill Lynch Bond Index Almanac, Europe high grade indices, Global Fixed Income Markets 2009 Performance, Merrill Lynch, Januar 2010.
- <sup>13</sup> S. Grene: The challenge of building fixed income indices, FTfm, 8. März 2010, S. 3.

---

**Verfasser:** Werner Krämer  
Tel.: 069 / 50606 - 140

## Weitere Lazard Publikationen

### Hintergrund März 2008

„Der Charme des Absoluten – Lazard Euroland Equity Absolute Return“

### Standpunkt Juni 2008

Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen „Stairway to Heaven“ und „Highway to Hell“

### Hintergrund Juli 2008

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

### Standpunkt August 2008

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

### Hintergrund November 2008

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2008“

### Standpunkt März 2009

„Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen“

### Hintergrund April 2009

„Warum Unternehmensanleihen jetzt?“

### Standpunkt Juli 2009

„Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen“

### Hintergrund August 2009

„Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets“

### Hintergrund September 2009

„Fokussierung auf das absolute Risiko als Alternative zum Benchmarkdenken – Lazard Equity Managed Volatility“

### Standpunkt November 2009

„Vom unvermeidlichen Scheitern des Risikomanagements“

### Standpunkt April 2010

„Griechenland 2010 – Ein Kanarienvogel im Minenschacht“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>





Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://www.lazardnet.de)

Alte Mainzer Gasse 37  
60311 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