

Benchmarks als zentrale Determinante des institutionellen Anlageerfolgs

von Werner Krämer

1. Grundlegende Gedanken der Portfoliotheorie
2. Benchmarkdenken als Folge der Annahmen der Portfoliotheorie
3. Passives und aktives Management
4. Benchmarks im aktiven Management
5. Funktionen und Nutzen von Benchmarks bei der Vergabe aktiver Mandate
6. Anforderungen an Benchmarks
7. Der Markt für Kapitalmarktindizes und Benchmarks
8. Beispiel: Indexauswahl für europäische Rentenanlagen
9. Grenzen und Schwächen von Benchmarks
10. Die Entwicklung alternativer Benchmarks
11. Die Rolle von Benchmarkmandaten im Rahmen der Asset Allocation
12. Zusammenfassung und Ausblick

1. Grundlegende Gedanken der Portfoliotheorie

Die Gedankenwelt der meisten Anleger bei der Verwaltung ihrer Vermögen ist heute von den Erkenntnissen der modernen Kapitalmarkttheorie geprägt, deren Grundlagen in den 1950er und 1960er Jahren von HARRY M. MARKOWITZ, MERTON H. MILLER und WILLIAM SHARPE gelegt wurden. Das Benchmarkdenken bei Anlegern, Consultants und Investmentgesellschaften ist die Folge von Grundüberzeugungen, die das Fundament der von diesen Nobelpreisträgern geprägten Portfoliotheorie (Efficient Market Theory) bilden.¹

Die einzelnen Wertpapiere und Assetklassen können aus Sicht der Portfoliotheorie durch Risiko und Ertrag als die zentralen Determinanten des Anlageerfolgs charakterisiert werden. Höhere Erträge sind in diesem Modell nur beim Eingehen höherer Risiken erreichbar.

Das Gesamtrisiko eines Wertpapiers kann man gemäß Kapitalmarkttheorie in zwei Segmente aufteilen. Einerseits weist jedes Wertpapier ein unvermeidliches, systematisches Risiko auf; dieses charakterisiert alle Assets und spiegelt das allgemeine Marktrisiko wider. Andererseits sind Wertpapiere mit einem unsystematischen Risiko (im Englischen „unique risk“) behaftet, das nur speziell diesem einen Asset zukommt und das durch die spezifischen Eigenarten des Papiers bestimmt ist.²

Die Portfoliotheorie besagt, dass das unsystematische, wertpapierspezifische Risiko unter einer Reihe von (mehr oder weniger plausiblen) Annahmen durch Diversifikation in ein breites Portfolio von Wertpapieren vollständig eliminiert werden könne. Das systematische Risiko hingegen sei untrennbar mit allen Assets verbunden und durch Diversifikation nicht ausschaltbar. Der Markt honoriere nur das Eingehen unvermeidlicher Risiken. Der Anleger könne daher lediglich eine Prämie für das Nehmen von systematischem Marktrisiko erzielen. Die Übernahme von unsystematischem, durch Diversifikation eliminierbarem Risiko werde dagegen nicht belohnt.

¹ Vgl. Brealey/ Myers (1991), S. 155-180.

² Vgl. Garz/ Günther/ Moriabadi (1998), S. 17-97.

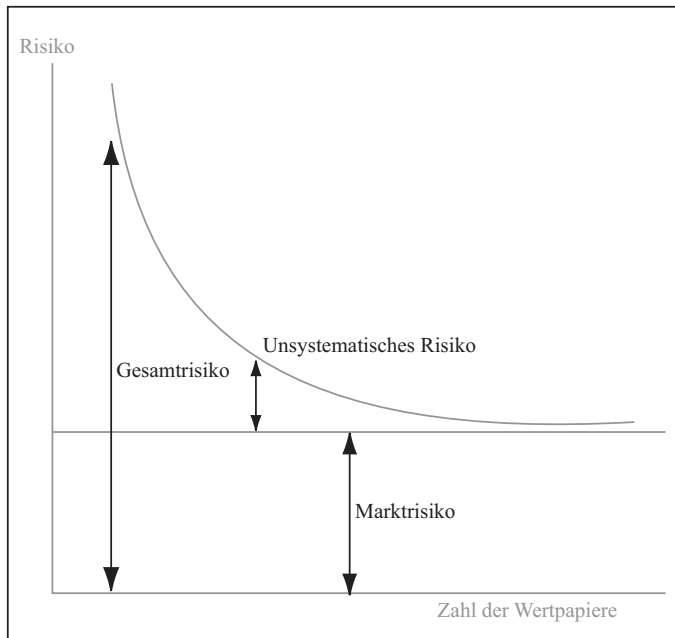


Abbildung 1: Systematisches und unsystematisches Risiko³

Diese Gedanken haben ganz entscheidende Konsequenzen. An einem vollkommenen und effizienten Kapitalmarkt bestehen die Portfolios der Anleger (gemäß der Portfoliotheorie) lediglich aus zwei Bestandteilen, einem risikolosen und einem risikobehafteten Teil.⁴ Der risikobehaftete Teil wird komplett in das vollständig diversifizierte Marktportfolio investiert, das alle Assets der Welt in ihrer jeweiligen Marktgewichtung enthält. Die Zusammensetzung des Marktportfolios ist unabhängig von der individuellen Risikoeinstellung bzw. Risikotragfähigkeit des Investors. Letztere sind lediglich entscheidend für die jeweilige Gewichtung der risikolosen Assetklasse und des risikobehafteten Marktportfolios („Separationstheorem“).⁵

³ Quelle: Nach Brealey/ Myers (1991).

⁴ Dabei sind mit der Bezeichnung „risikolos“ meistens Geldmarktanlagen gemeint, weil das Risiko in diesem Zusammenhang als Gefahr kurzfristiger Wertverluste interpretiert wird; spätestens nach der Finanzmarktkrise der Jahre 2007-2010 weiß man aber, dass dieser Risikobegriff zu eng gefasst ist und dass es risikolose Anlageformen nicht gibt – insbesondere, wenn man „Risiko“ als „Gefahr, die Anlageziele nicht zu erreichen“, definiert.

⁵ Vgl. Elton/ Gruber (1991), S. 38-64.

2. Benchmarkdenken als Folge der Annahmen der Portfoliotheorie

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.⁶ Er investiert in ein Portfolio aus der risikolosen Assetklasse und dem Marktportfolio. Da das (theoretische) Gesamtmarktportfolio nicht direkt erwerbbar ist, muss es der Anleger mit seinen Risikoassets approximieren. Dazu dupliziert er alle einzelnen Assetklassen möglichst genau und kapitalisierungsgewichtet in seinem Portfolio, um keine vom Markt nicht bezahlten unsystematischen Risiken einzugehen. Der effiziente Anleger ist gemäß der klassischen 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.⁷

Ein wirklicher Anleger ist in der Realität allerdings mit Problemen konfrontiert, welche die Modellwelt der Portfoliotheorie unberücksichtigt gelassen hat.⁸ 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.

Der Investor bezieht aus praktischen Erwägungen nur diejenigen Assetklassen in das Gesamtmarktportfolio ein, die fungibel, liquide und leicht zugänglich sind (das theoretische Marktportfolio umfasst neben Aktien, Renten oder Immobilien auch weniger klassische Anlageprodukte wie Rohstoffe, Wald und landwirtschaftliche Flächen, Kunst, Münzen, Briefmarken, Wein, Humankapital, Oldtimer oder historische Möbel; kurz: alles, was dauerhaft ist und der Wertaufbewahrung dienen kann).

⁶ Der Begriff „Benchmark“ ist nicht grundsätzlich mit dem Begriff „Index“ gleichzusetzen. Im Barwertkonzept der klassischen Investitionsrechnung beispielsweise stellt der Kalkulationszinsfuß die Benchmark dar, mit der jede Investition verglichen und auf Vorteilhaftigkeit überprüft wird. Die Benchmark kann also sogar ein Zins sein. Die Portfoliotheorie legt dem Kapitalanleger allerdings nahe, den Return des kapitalgewichteten Marktportfolios und damit kapitalisierungsgewichtete Standardindizes als Benchmark für seine Anlagen zugrunde zu legen. Dies hat sich als Marktstandard über Jahrzehnte durchgesetzt. Deshalb werden in diesem Artikel die Begriffe Benchmark und (kapitalisierungsgewichteter) Index zunächst gleichgesetzt, bevor am Ende die Alternativen zu kapitalisierungsgewichteten Indizes erläutert werden.

⁷ Vgl. Goltz/ Le Sourd (2010).

⁸ Vgl. Oertmann/ Zimmermann (1998).

Daher beschränken sich die meisten Investoren auf eine übersichtliche Zahl liquider Assetklassen und eine beschränkte Zahl von Einzelassets. Die Duplizierung eines vollständigen Marktportfolios wird somit in der Praxis nicht wirklich umgesetzt.⁹ Dennoch hat sich die Hauptidee der Portfoliotheorie bei den Anlegern dahingehend niedergeschlagen, dass diese sich an einem Marktportfolio als Richtschnur oder Benchmark orientieren. Benchmarkinvestments waren daher in den letzten Jahrzehnten die dominierende Herangehensweise an die Kapitalanlage.

3. Passives und aktives Management

Im Gegensatz zu den Ansätzen in der Hedgefonds-Industrie dominieren im traditionellen Portfoliomanagement also Mandate, die gegen einen Standardindex als Benchmark gemanagt werden. Erst im Zuge der Finanzmarktzusammenbrüche in den Jahren 2000-2003 und 2007-2009 und der ernüchternden Performance traditioneller Vermögensverwalter haben die Asset Manager und Consultants unter dem massiven Druck ihrer Kunden Anstrengungen unternommen, Vorstellungen zu entwickeln, wie man Absolute Return-Mandate mit einem absoluten Renditeziel oder mit engen Risikogaben definieren und in der Kapitalanlage umsetzen könnte.¹⁰

Anscheinend ist die Denkweise der Akteure in der Asset Management-Industrie stark von den Annahmen und Überzeugungen der Kapitalmarkttheorie geprägt. Insbesondere Spezialfondsmandate orientieren sich (auch aus regulatorischen Gründen¹¹) in der Regel an einer Benchmark, und die Leistung des Managers wird relativ zur Benchmark gemessen. Als Benchmark werden dabei Aktien- oder Rentenindizes wie die von MSCI, Citigroup, Merrill Lynch, Dow Jones Stoxx, Markit iBoxx oder JP Morgan gewählt. Die Entscheidung für einen geeigneten Index oder eine geeignete Indexfamilie als Benchmark der Kapitalanlagen ist für den Anleger im konkreten Fall ein aufwändiger Prozess, der viele Einzelfragen berücksichtigen muss.¹²

Der Portfoliomanager orientiert sich bei der Konstruktion des Portfolios mehr oder weniger stark an den Werten, die im Index enthalten sind. Aktives und passives Port-

⁹ Vgl. Spremann (2006).

¹⁰ Vgl. Krämer (2004).

¹¹ Man denke zum Beispiel an die Derivateverordnung und deren Risikodefinition über das relative Vergleichsvermögen, die das Benchmarkdenken widerspiegelt.

¹² Vgl. Krämer (2010); Grene (2010).

foliomanagement werden durch das Maß der Abweichung vom Index gekennzeichnet, die der Portfoliomanager plant bzw. realisiert (Tracking Error).¹³

Ein rein passives Mandat impliziert zu jedem Zeitpunkt eine vollständige Replikation eines Indexes, um die Rendite eines vorgegebenen Benchmarkportfolios exakt nachzubilden (das ist sozusagen die triviale Lösung für passives Management). Es wird genau die Performance der Benchmark angestrebt. Der Portfoliomanager trifft keine eigenständigen Anlageentscheidungen, sondern er stellt ein Portfolio zusammen, das in seiner Gewichtung immer und zu jeder Zeit möglichst genau dem Index entspricht.

Die exakte Indexnachbildung beim passiven Portfoliomanagement ist wegen der permanenten Rekalibrierung des Portfolios mit extrem hohen Transaktionskosten verbunden. Daher ist mit passivem Portfoliomanagement in der Praxis meistens gemeint, dass der Portfoliomanager sein Portfolio in einem Näherungsverfahren ganz stark an die Indexbenchmark angleicht, aber immer noch gewisse Abweichungen zulässt, um Transaktionskosten zu begrenzen (approximative Nachbildung). Das ist natürlich insbesondere bei sehr breiten Rentenindizes oder Small Cap-Mandaten naheliegend. Die meisten passiven Mandate haben daher gewisse aktive Elemente und sei es nur, weil man die Gewichtungen nicht stetig, sondern nur in größeren Zeitabständen anpasst. Man spricht von einer Optimierung des Tracking Errors.¹⁴

Bei aktiven Mandaten wird dem Portfoliomanager zwar ebenfalls eine Benchmark vorgegeben, aber es wird von ihm gefordert, in irgendeinem Sinne stärker aktiv von der Benchmark abzuweichen, um „die Marktrendite zu schlagen“. Die Wertschöpfung, die aktive Fonds ihren Investoren anbieten, beruht auf der gezielten Ausnutzung von (vermuteten) Informationsvorteilen.¹⁵

Je größer der Tracking Error ist, der dem Portfoliomanager eingeräumt wird, desto größer ist der Spielraum für aktive Managemententscheidungen. Man unterscheidet im klassischen „Long Only“ Asset Management danach die Managementstile passives Management, Enhanced Indexing, traditionelles (Long Only) aktives Management und konzentriertes (Long Only) aktives Management.¹⁶ Man spricht in letzterem Fall auch von „Select-Ansätzen“ oder „Concentrated Portfolios“ zur aktiven Generierung von Alpha, weil der Asset Manager im Gegensatz zu den breiter diversifizierten traditionellen Portfolios einige wenige ausgewählte Werte selektiert, von denen er die posi-

¹³ Vgl. Krämer (2001).

¹⁴ Vgl. Korn/ Schmitt (1996).

¹⁵ Vgl. Johannig (2010).

¹⁶ Vgl. Lörtscher (2006); The Brandes Institute (2004).

tivste Überzeugung hat, dass sie sich besser als die Benchmark entwickeln werden (im Angelsächsischen spricht man gerne von „High Conviction Names“).

Durch die jüngsten regulatorischen Erweiterungen der Anlagemöglichkeiten von Asset Managern kommen als Sonderfälle des klassischen Asset Managements Long/Short-Ansätze gegen eine Benchmark hinzu, die auch breiter diversifiziert oder konzentrierter umgesetzt werden können. Bei der kompletten Aufgabe der Benchmark und unter in der Regel massiverem Einsatz von Short-Positionen oder Derivativen spricht man von Absolute Return-Mandaten.

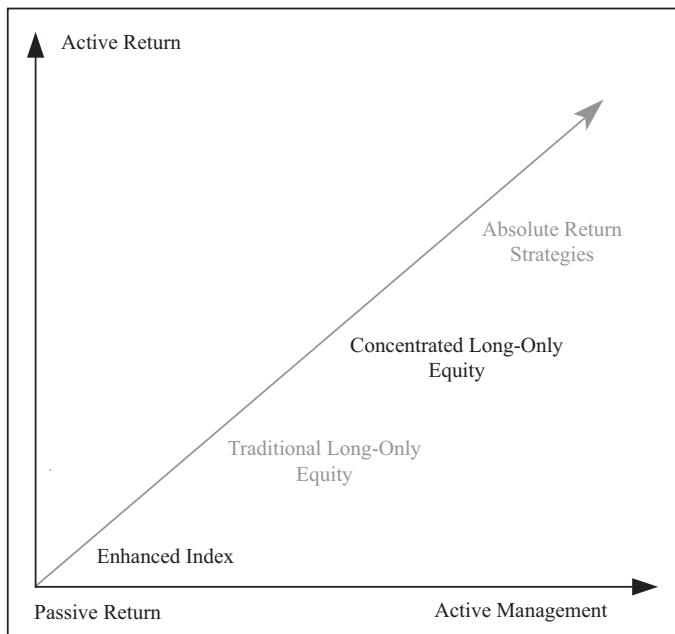


Abbildung 2: Aktives und passives Portfoliomanagement¹⁷

¹⁷ Vgl. Anson (2004).

4. Benchmarks im aktiven Management

Die theoretische Rechtfertigung für die rein passive Ausrichtung des Portfolios an Benchmarks und für Indextracking ist der Glaube an effiziente Märkte.¹⁸ Wenn die Märkte (vollständig) informationseffizient sind, spiegeln die Preise sofort, vollständig und korrekt alle allgemein zugänglichen Informationen wider. Aktive Manager können in diesem Umfeld nur dann Wert generieren, wenn sie Insiderinformationen nutzen, was aber illegal ist.

Da aktive Manager mit legalen Mitteln den Markt daher nicht schlagen können, aber Transaktionskosten verursachen und Gebühren erheben, die deutlich über denen passiver Manager liegen, ist dem Anleger mit Benchmarkinvestments und mit passivem Management (Indexierung) besser gedient. Das Argument für die Ausrichtung von Portfolios an Benchmarks ist also kurz gesagt ganz einfach: In effizienten Märkten machen Abweichungen von Benchmarks und das Eingehen von unsystematischen Risiken – aktives Portfoliomanagement also – keinen Sinn.

Der Glaube an rationale Investoren und informationseffiziente Märkte hat in der Zeit nach dem Entstehen der klassischen Portfoliotheorie viele Rückschläge hinnehmen müssen. Man hat eine ganz Fülle von Marktanomalien (Small Cap-Effekt, Kalendereffekte, Kapitalmarktblasen) entdeckt, die zur Hypothese informationseffizienter Märkte im Widerspruch stehen.¹⁹ 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 Portfoliomanagement-Mandate 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 nur in effizienten Märkten, während die Vergabe von aktiven Mandaten für einen Fondssponsor nur dann sinnvoll ist, wenn er von der zumindest partiellen 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?

¹⁸ Vgl. Haugen (1997), S. 641-717.

¹⁹ Vgl. Geier (2007).

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 und 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. Man will sich von den Fähigkeiten der Manager nicht zu stark abhängig machen.

Letztlich hat sich das Denken in Benchmarks weniger aus theoretischen Überlegungen bei der Vergabe von Portfoliomanagement-Mandaten durchgesetzt (wie oben ausgeführt, stellt die Kombination Benchmark und aktives Management fast einen inneren Widerspruch dar), sondern weil Benchmarks im pragmatischen Sinne einige wichtige Funktionen erfüllen, die Anlegern, Consultants und Portfoliomanagern die (Zusammen-) Arbeit leichter machen.

5. Funktion und Nutzen von Benchmarks bei der Vergabe aktiver Mandate

Übersichtsartig kann man die Funktionen von Benchmarks bei der Vergabe und dem Managen von Portfoliomanagement-Mandaten in vier Gruppen zusammenfassen.²⁰

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

Ad 1: Ausrichtung der strategischen Asset Allocation

Ein Anleger, der seine Kapitalanlagen langfristig plant, muss sich über zwei Dinge im Klaren werden.²¹ 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

²⁰ Vgl. Just (2004); König (2009).

²¹ Vgl. Reichert (2000), S. 702-723.

Anlegers mit den zukünftig zu erwartenden Cash Flows der Kapitalanlagen möglichst abgedeckt werden können (Asset-Liability-Matching).²²

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 man sich mit Benchmarks beschäftigt, welche die jeweilige Assetklasse optimal abbilden. Durch diese Entwicklung des sogenannten strategischen Neutralportfolios hat man bereits den ersten Schritt zum Benchmarkdenken vollzogen.

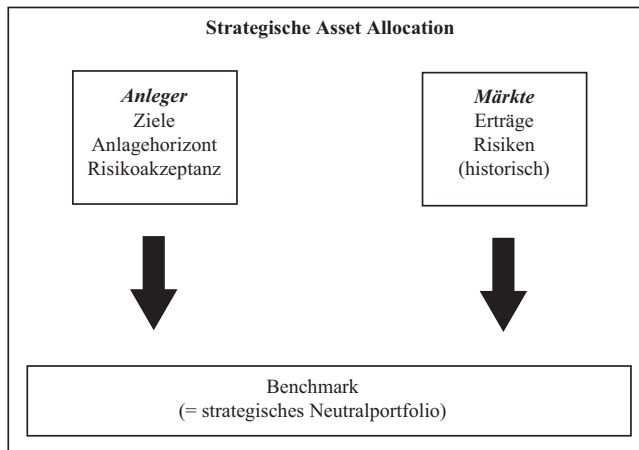


Abbildung 3: Benchmark und strategische Asset Allocation²³

Ad 2: Aufgabenformulierung und Strukturierung der Asset Management-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 der Entscheidung für eine Assetklasse aber bereits an einer Benchmark orientiert, ist es naheliegend, auch die Strukturierung der Asset Management-Mandate mit

²² Siehe hierzu den Beitrag von Rose in diesem Handbuch.

²³ Vgl. Quelle: Garz/ Günther/ Moriabadi (1998).

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. Diese 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 3: Messung der Leistung des Portfoliomanagements

Damit ergibt sich die dritte Funktion der Benchmark als automatischer Schritt.²⁴ 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 die Angabe der Performance, des Tracking Errors, der Sharpe Ratios oder der Information Ratios in Relation zur Benchmark wird das Ausmaß der Zielerreichung (über einen gewissen Zeitraum) definiert.²⁵

Kann der Portfoliomanager nachweisen, dass er im Rahmen der ihm von den bisherigen Kunden vorgegebenen Restriktionen beim Managen bestimmter Assetklassen in der Vergangenheit in der Lage war, über längere Zeiträume (risikoadjustiert) konsistent besser zu sein als der Marktdurchschnitt bzw. als die Benchmark, kommt er zukünftig als Vermögensverwalter für neue Kunden in Frage. Die Historie der quantitativen Kenngrößen von Performance und Risiko aller von einem Asset Manager gegen eine Benchmark gemanagten Mandate definiert über das sogenannte Composite den

²⁴ Vgl. Fuhrmann (2010).

²⁵ Siehe hierzu den Beitrag Fischer/ Raber in diesem Handbuch.

Track Record des Portfoliomanagers, der von den Kunden und insbesondere den Consultants verwendet wird, um geeignete Asset Manager bei der Mandatsvergabe zu selektieren.²⁶

Wenn Fondssponsoren oder Consultants einen Peergroup-Vergleich durchführen, also unterschiedliche Manager innerhalb einer Assetklasse vergleichen, ist dies jedoch nur dann sinnvoll, wenn die Mandate der unterschiedlichen Manager auch auf die gleiche Art gegenüber der gleichen Benchmark definiert worden sind. Der Wunsch, Peergroups 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- und Liquiditätssteuerung, Ausschüttungsge-
staltung oder sonstigen Zielen ausdrückt, die dem Fondssponsor einen Nutzen stiften.

Ad 4: Zuteilung von Risikobudgets, Risikosteuerung und Overlay Management

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, ob die Risiken bei den Asset Managern relativ eng am Risiko 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 zugrunde liegenden Assets eng an Standard-Indexbenchmarks angelehnt werden, um die Basisrisiken zwischen Portfolio und Hedge-Instrument möglichst klein zu halten. 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.²⁷

²⁶ Vgl. Kleeberg/ Billmann/ Hertlein (2008), S. 185-212.

²⁷ Siehe hierzu den Beitrag von Herold/ Weil in diesem Handbuch.

6. Anforderungen an Benchmarks

Welche Kriterien müssen Benchmarks erfüllen? Welche Forderungen muss ein Portfoliomanager an Indizes stellen, damit sie als Benchmark im Portfoliomanagement – zur Messung der relativen Performance und zur Quantifizierung von Risiken – geeignet sind? Welche Indizes kommen für welche Assetklassen als Benchmarks für Spezialfonds in Frage?

Es gibt drei Hauptforderungen und einige Nebenbedingungen in Bezug auf die Verwendbarkeit eines Indexes als Benchmark. Nur Indizes, welche die wichtigsten Forderungen erfüllen, können im Portfoliomanagement Verwendung finden.²⁸

1. Marktnähe/Relevanz
2. Transparenz/Datenverfügbarkeit
3. Nachbildbarkeit
4. Weitere Forderungen

Ad 1: Marktnähe/Relevanz

Als erste Forderung dafür, dass ein Index als Benchmark für eine Assetklasse in Frage kommt, gilt, dass er entweder das gesamte Anlageuniversum oder aber ein spezielles Teilsegment realitätsnah widerspiegelt. Die für Anleger relevanten Segmente müssen abgebildet werden. In einem Gesamtindex sollten sich die einzelnen Teilsegmente des Marktes mit einer den Marktgegebenheiten entsprechenden Gewichtung im Index wiederfinden. Daraus ergibt sich automatisch die Forderung, dass Indizes wohl diversifiziert und möglichst effizient im Sinne der Kapitalmarkttheorie sein sollten (d. h. möglichst nah dem theoretischen Marktportfolio auf der Effizienzlinie im Risiko-Return-Diagramm).²⁹

Um ihre Marktnähe zu bewahren, sollten die Indizes in regelmäßigen Abständen angepasst werden. Neuemissionen sollten termingerecht in den Index aufrücken und Titel, die gewisse Kriterien nicht mehr erfüllen, 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.

²⁸ Vgl. Krämer (1999); Bailey (1992).

²⁹ Vgl. Amenc/ Goltz/ Le Sourd (2006).

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 2: 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.³⁰

Bei „real time“-Verfügbarkeit des gesamten Indexportfolios kann der Portfoliomanager Szenarien simulieren und testen, wie ein Index reagiert, wenn sich an den Märkten bestimmte Entwicklungen ergeben. 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 Performancedaten, 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.

Liegen dem Index nur bestimmte Arten von Wertpapieren 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? Erfordert die Einbeziehung in die Benchmark eine gewisse Mindestliquidität? 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, Ländern, Branchen, Ratingklassen, Emittentengruppen oder Laufzeitbereichen zur Verfügung, kann

³⁰ Vgl. Aehling (2008).

der Portfoliomanager besser beurteilen, in welchen Segmenten er gegenüber dem Index über- oder untergewichtet ist und wo seine Risiken bzw. Über- oder Underperformance herkommen.

Ad 3: 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.

Bei Rentenindizes ist in diesem Zusammenhang eine wichtige Unterscheidung von großer Bedeutung.³¹ 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 immer wieder neu zusammengesetzt werden.

³¹ Vgl. Siemssen (2002), S. 439ff.

Ad 4: Weitere Forderungen

Für Portfoliomanager und Fondssponsoren, die ihre Investments als Teil einer globalen Strategie ansehen, ist die Einbettung eines europäischen Indexes in einen globalen Index interessant.³² Es ist für manche Anlegergruppen attraktiv, wenn der Eurolandindex durch einen gesamteuropäischen Index begleitet wird und wenn es – bezogen auf den Fixed Income-Bereich – 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, Consultants und Portfoliomanagern. Die hohe Marktdurchdringung garantiert eine hohe Liquidität in Produkten, die Bezug zu dem Index haben. Insellösungen sind kostenintensiv und ineffizient.

7. Der Markt für Kapitalmarktindizes und Benchmarks

Der Markt für Aktien-, Renten- und Rohstoffindizes 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 dominiert, 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

³² Vgl. Günther (2002), S. 225-250.

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 ganzen 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 als Benchmarklieferant nicht unbedingt einfacher gemacht hat.

8. Beispiel: Indexauswahl für europäische Rentenanlagen

Der Bereich der Fixed Income Indizes, die für breit diversifizierte Euroland-Renteninvestments als Benchmark Verwendung finden, war über Jahrzehnte besonders hart umkämpft. Es gibt eine ganze Reihe von Indizes, die im Prinzip alle Anforderungen an eine Rentenbenchmark erfüllen. Dennoch hat sich in den letzten Jahren mit den Indizes von Markit iBoxx ein relativ neuer Indexanbieter am Markt sehr stark behauptet, insbesondere in Europa und Euroland. Ein Hauptanreiz ist dabei die Unabhängigkeit von einer einzigen Investmentbank, welche die Indexfamilie von den Produkten anderer Anbieter wie Merrill Lynch oder JP Morgan unterscheidet.³³

Die regionale iBoxx €-Indexfamilie für Euroland ist eingebettet in ein globales Indexsystem, die Markit iBoxx-Indexfamilie, die Amerika, Europa, Asien (und die Lokalkwährungen der Emerging Markets) umfasst.³⁴

³³ Vgl. Krämer (2010).

³⁴ Vgl. Markit (2009); Markit (2010).

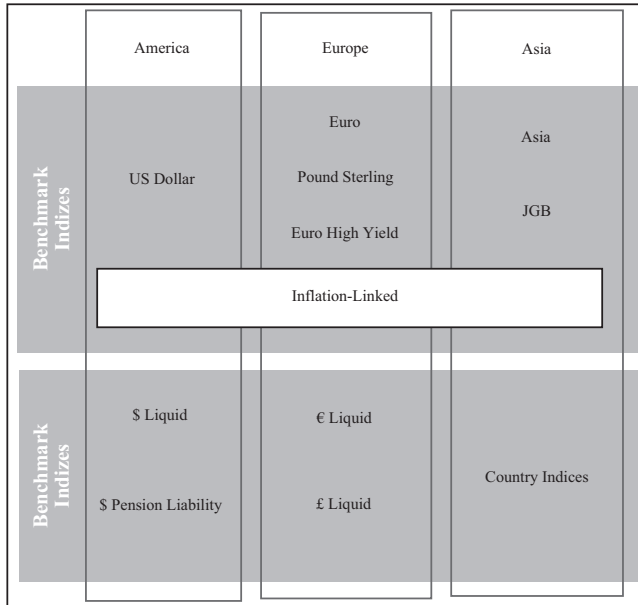


Abbildung 4: Die Markt iBovx-Indexfamilie³⁵

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

³⁵ Quelle: Markit

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

Abbildung 5: Markit iBoxx €-Overall Index³⁶

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 Ausgestaltung all dieser Indizes liegt aber sehr nahe beieinander. Der Merrill Lynch-Index greift zwar durch die Erweiterung auf kleinere Volumina auf mehr Anleihen und ein breiteres Universum zurück, aber diese Erweiterung ist für die langfristige Ertrags/Risiko-Konstellation der Benchmark eher zweitrangig.³⁷

³⁶ Quelle: Markit

³⁷ Vgl. Markit (2010); Citigroup (2010); Peacock/ Ruiz-Sena (2010).

Breite Euroland-Rentenindizes			
Index	iboxx € Overall	Citigroup Euro Broad	Merrill Lynch EMU Broad
Markt	EUR Anleihen mit Investmentgrade-Qualität	EUR Anleihen mit Investmentgrade-Qualität	EUR Anleihen mit Investmentgrade-Qualität
Gewichtung	Marktkapitalisierung	Marktkapitalisierung	Marktkapitalisierung
Aufnahmekriterium	Fixed Kupons, Zeros, Step-ups, keine Floater oder Optionselemente	Fixed Kupons, inkl. alle Kündigungsarten und Optionsfeatures	Fixed Kupons, Zeros, Step-ups, keine Floater oder Optionselemente
Staatsanleihen	ab 2 Mrd. Emissionsvolumen	ab 2,5 Mrd. Emissionsvolumen	ab 2 Mrd. Emissionsvolumen
Sub-staatliche	ab 1 Mrd. Emissionsvolumen	ab 500 Mio. Emissionsvolumen	ab 250 Mio. Emissionsvolumen
Covered Bonds	ab 1 Mrd. Emissionsvolumen	ab 500 Mio. Emissionsvolumen	ab 250 Mio. Emissionsvolumen
Besicherte Anleihen	ab 500 Mio. Emissionsvolumen	ab 500 Mio. Emissionsvolumen	ab 250 Mio. Emissionsvolumen
Unternehmensanleihen	ab 500 Mio. Emissionsvolumen	ab 500 Mio. Emissionsvolumen	ab 250 Mio. Emissionsvolumen
Laufzeiten	über 1 Jahr Restlaufzeit	über 1 Jahr Restlaufzeit	über 1 Jahr Restlaufzeit
Subindizes	Sovereigns, Sub-Sovereigns, Collateralized, Corporates, dort Fülle von Unterindizes	Sovereign/Sovereign-Guaranteed, Collateralized, Corporate, Government Sponsored/Regional Government, dort Fülle von Unterindizes	Direct Governments, Quasi-Governments, Securitized/Collateralized Corporates, dort Fülle von Unterindizes
Historie	02.01.1999	31.12.1998	31.12.1995
Preisquellen	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
Preisfeststellung	Bid, Minütlich, fixing 5.15 p.m. CET	Bid, 4.15 p.m. London time	Bid, 5.30 p.m. CET
Anleihenanzahl	2357 (274 Sovereigns, 382 Sub-Sovereigns, 461 Collateralized, 1240 Corporates)	2403	3353 (293 Direct Governments, 612 Quasi-Governments, 659 Securitized/Collateralized, 1789 Corporates)
Duration (Semi Annual)	5,31	5,4	5,32
Anpassung	monatlich	monatlich	monatlich
Bloomberg	QW7A	SBEA	EMU0

Abbildung 6: Breite Euroland-Rentenindizes³⁸³⁸ iBoxx, Citigroup, Merrill Lynch; Stand: März 2010.

Im Prinzip kann der Anleger unter diesen drei Indizes als Benchmarks für das Euro-landrentenmanagement sozusagen frei wählen, ohne falsche Vorentscheidungen bzgl. der strategischen Allokation bzw. über das Risiko oder die Ertragsersparungen zu treffen. Dennoch setzten sich in den letzten Jahren die Markt iBoxx-Indizes immer mehr durch, weil sie bezüglich der in den Index eingehenden Preise, die Transparenz, den flexiblen Datenzugang und die Unabhängigkeit des Anbieters einige Vorteile aufzuweisen haben.³⁹

9. Grenzen und Schwächen von Benchmarks

Die Entscheidung für oder gegen eine Benchmark (im Sinne eines Standardindex) ist eine der zentralen Entscheidungen der Kapitalanlageplanung.⁴⁰ Auch wenn die Benchmarks eine Reihe wichtiger Funktionen haben und dem Fondssponsor großen Nutzen stiften können, erhält man diese positiven Eigenschaften nicht ohne Preis. Der Einsatz von Benchmarks im Portfoliomanagement hat Grenzen und Schwächen und muss letztlich wohlüberlegt sein. Die Hauptprobleme, die beim Einsatz von Benchmarks zum Tragen kommen, kann man in vier Gruppen einteilen.

1. Die Benchmarkauswahl ist (ungewollt) zentral für Performance und Risiko
2. Die Verwendung von Benchmarks begrenzt aktives Management
3. Benchmarks erschweren die Dynamisierung der Asset Allocation
4. Benchmarkportfolios sind wenig individuell und bergen die Gefahr einer impliziten Passivierung der Kapitalanlagen

Ad 1: Die Benchmarkauswahl ist (ungewollt) zentral für Performance und Risiko

Zahlreiche Studien zeigen, dass der wichtigste Faktor, der die Returns von Kapitalanlagen bestimmt, die Asset Allocation-Entscheidung als Teil der Portfoliostrukturierung ist. Einige empirische Untersuchungen der Wertentwicklung der Bestände angelsächsischer Pensionskassen kommen sogar zu dem Ergebnis, dass in der Vergangenheit bis zu 90% der Performance eine Frage der „richtigen“ langfristigen Assetgewichtung (strategische Asset Allocation) war.⁴¹

Ein Anleger, der seine strategische Asset Allocation festlegt und die Aufgabe des Portfoliomanagements über die Festlegung von Benchmarks eng definiert, hat damit den

³⁹ Vgl. Krämer (2010), S. 9-12.

⁴⁰ Vgl. Just (2004); Heynck (2004).

⁴¹ Vgl. Krämer (2003); Ibbotson/ Kaplan (2000), S. 26-33; Brinson/ Singer/ Beebower (1986), S. 39-48.

allergrößten Teil der zukünftigen Wertentwicklung seiner Kapitalanlagen bereits eigenverantwortlich festgezurret. Dem Portfoliomanagement kommt bei diesen relativen Mandaten ein sehr begrenzter Anteil an der Gesamtperformance zu.

In Zeiten eines Aktienbärenmarktes erleben die Anleger die Nachteile dieser fast passiven, relativen Ausrichtung des Portfoliomanagements. Da die Asset Manager keine absolut formulierten Zielvorgaben haben, sondern sich relativ gegen die Benchmark messen, haben sie praktisch keinen Anreiz, große aktive Asset Allocation-Entscheidungen zu treffen oder zu weit von der Benchmark abzuweichen (also z. B. eine hohe Kassenquote aufzubauen). Der Anleger ist mehr oder weniger ungebremst der negativen Entwicklung der Benchmarks ausgesetzt, wenn er seine strategische Asset Allocation-Entscheidung nicht grundlegend verändert.

Ad 2: Die Verwendung von Benchmarks begrenzt aktives Management

Werden alle Asset Management-Mandate relativ zu einer Benchmark definiert, verhindert dies nicht nur Asset Allocation-Entscheidungen, sondern man grenzt den Spielraum für aktives Management auch in anderen Bereichen stark ein. Entscheidet sich ein Fondssponsor für ein Aktienmandat, das relativ zu einer Benchmark definiert wird, so wird der Portfoliomanager das Aktienportfolio um die Benchmark herum aufstellen und nur Abweichungen von der Benchmark im Rahmen des erlaubten Tracking Errors vornehmen.

Dies hat zur Folge, dass bei Benchmarkinvestments der Spielraum für aktives Stockpicking von vorneherein begrenzt ist.⁴² Der Fondsmanager wird einen Großteil der Titel in der Benchmark auch dann im Portfolio halten, wenn er diese Werte nicht unbedingt für attraktiv hält, denn er darf nicht zu stark von der Benchmark abweichen. Beim aktiven Portfoliomanagement mit Tracking Error-Vorgaben ist die Auswahl der Benchmark fast entscheidender für die Portfoliokonstruktion als der Portfoliomanager.

Diese Art der Portfoliobildung ist recht fraglich, weil die Zusammensetzung der Aktien- oder Rentenindizes, die üblicherweise als Benchmark verwendet werden, nicht nach Risiko-Ertrags-Überlegungen im Sinne der Anleger, sondern nach Marktkapitalisierung erfolgt (einige der Indizes sind z. B. nicht besonders gut diversifiziert). Es ist kaum vorstellbar, dass der Fondssponsor bei einem aktiven Mandat wirklich anstrebt, dass er Titel im Portfolio hält, die nur deshalb gekauft wurden, weil sie eine hohe Gewichtung in der Benchmark haben, die der Fondsmanager nicht ignorieren kann.

⁴² Vgl. Scherer (2000), S. 327-333.

Letztlich wird nur derjenige Fondssponsor einen aktiven Manager suchen, der an die Ineffizienz der Märkte glaubt; in diesem Fall wird er aber nicht wollen, dass der Fondsmanager sich eng an der Benchmark orientiert. Der wiederum hat einen hohen Anreiz, genau dies zu tun, wenn die Benchmark zentraler Maßstab für den Erfolg seiner Arbeit ist.

Ad 3: Benchmarks erschweren die Dynamisierung der Asset Allocation

Der dritte Punkt hängt eng mit den besprochenen Fragen zusammen. Bestimmt die strategische Asset Allocation-Entscheidung mit der Festlegung von Benchmarks weitgehend den Gesamterfolg der Kapitalanlage, während taktische Asset Allocation-Entscheidungen bei relativen Benchmarkmandaten entfallen, ist im ganzen Kapitalanlageprozess die Frage der dynamischen Asset Allocation weitgehend außen vor. Der Fondssponsor läuft Gefahr, dass nach der Festlegung der strategischen Asset Allocation und der relativen Definition der Portfoliomanagement-Mandate gegen Benchmarks niemand mehr (systematisch) taktische Veränderungen der Asset Allocation vornimmt, wenn sich die Umwelt, die Märkte oder die Ziele des Fondssponsors verändern oder die Risikobudgets aufgebraucht sind. Ertrag und Risiko der Gesamtanlagen werden in weiten Teilen durch die Benchmarks bestimmt, nicht durch die Asset Manager.

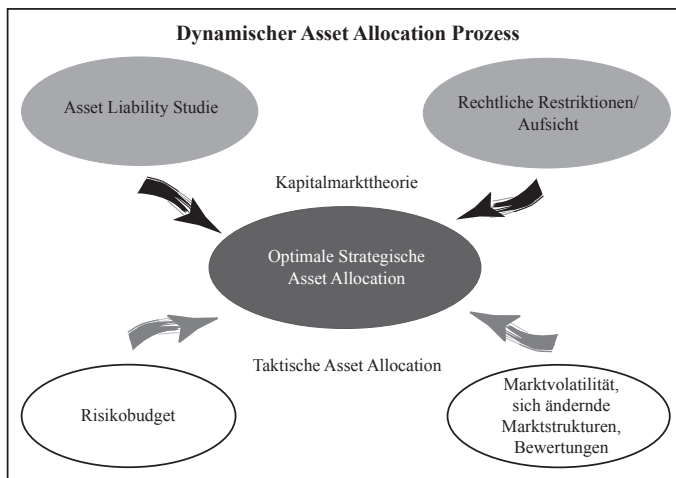


Abbildung 7: Dynamische Asset Allocation⁴³

⁴³ Krämer (2003), S. 10.

Ad 4: Benchmarkportfolios sind wenig individuell und bergen die Gefahr einer impliziten Passivierung der Kapitalanlagen

Schließlich führt die Vergabe von Asset Management-Mandaten in Ausrichtung an einer Benchmark dazu, dass die konstruierten Portfolios relativ wenig individuell sind. Die Festlegung der Benchmark definiert bereits große Teile der Portfolios völlig unabhängig vom Portfoliomanager, zumal viele Fondssponsoren relativ enge Tracking Errors vorgeben und „off the benchmark“-Wetten ablehnen. In diesen Fällen ist das Management dann aber auch nicht wirklich aktiv, sondern eher schon passivnah. Je enger dem Portfoliomanager mit Restriktionen Zügel angelegt werden, desto weniger Spielraum bleibt ihm für individuelle und wirklich aktive Entscheidungen.

Separiert der Fondssponsor dann auch noch seine Spezialfonds in einer Reihe von halbaktiven Mandaten, die gegen die gleiche Benchmark gemessen werden, läuft er Gefahr, als Gesamtportfolio ein passiv gemanagtes Indexmandat mit aktiven Management Fees zu erhalten. Da die Abweichungen der einzelnen Manager von der Benchmark sowieso schon nicht sehr groß sind, können sich ihre Benchmarkabweichungen sehr leicht gegenseitig konterkarieren. Der eine Manager übergewichtet zum Beispiel ganz leicht die (zyklischen) Autowerte und untergewichtet die (defensiven) Pharmatitel in einer Aktienbenchmark, während es der zweite genau umgekehrt hält, so dass aggregiert ein passives Benchmarkportfolio entsteht.⁴⁴

10. Die Entwicklung alternativer Benchmarks

Die bisherige Benchmarkdiskussion drehte sich ausschließlich um die traditionellen, marktkapitalisierungsgewichteten Benchmarks, die den Markt für Indizes und Benchmarks seit der Etablierung der modernen Portfoliotheorie über Jahrzehnte dominiert haben. Erst in den letzten Jahren, genauer seit der großen Aktienbaisse von 2000-2003, haben Consultants, Researchhäuser, Indexanbieter und Anleger stärker darüber nachgedacht, dass die Ausrichtung einer Benchmark an der Marktkapitalisierung der Assetklasse bzw. der einzelnen Indexmitglieder zwar wegen der „Efficient Market Hypothesis“ relativ naheliegend ist, aber keinesfalls die einzige Möglichkeit der Indexzusammenstellung darstellt.

⁴⁴ Umgekehrt kommt es bei solchen halbaktiven Mandaten oft zur Etablierung eines Benchmark-Mainstreams, bei dem alle aufgrund der gleichen Informationen in einem prozyklischen Herdentrieb in die gleiche Richtung rennen und ähnliche Portfolios zusammenstellen. Alle haben beispielsweise eine Übergewichtung in Banktiteln, was aggregiert zu einer sehr großen Gewichtung in Banken führt, die so aber weder der Fondssponsor noch die Asset Manager einzeln geplant hätten.

Es wurde bereits vorher erwähnt, dass diese Art der Portfoliobildung nach Marktkapitalisierung sowohl aus theoretischen Überlegungen als auch wegen der praktischen Erfahrungen in den letzten Baissen fraglich ist. So werden die kapitalisierungsgewichteten Benchmarkindizes mit zwei Argumenten stark kritisiert.

Einerseits spiegelt die Zusammensetzung der Aktien- oder Rentenindizes nach der Kapitalisierung letztlich keine Risiko-Ertrags-Überlegungen im Sinne der Anleger wider. Einige Research-Studien haben sogar recht deutlich gezeigt, dass kapitalisierungsgewichtete Indizes als Benchmark keine effizienten Risiko-Return-Konstellationen im Sinne der Kapitalmarkttheorie liefern.⁴⁵

Andererseits wird gerne auf die prozyklische Logik der Kapitalisierungsgewichtung hingewiesen. Investiert ein Anleger sein Kapital gemäß eines traditionellen Aktien- oder Rentenindex, bedeutet dies, dass er automatisch die Werte mit einer hohen Kapitalisierung besonders hoch gewichtet. Daraus folgt beispielsweise auf der Aktienseite, dass hoch bewertete Titel, die in einer Hausse stark gelaufen sind, während der Hausse mit immer höheren Gewichtungen ins Portfolio genommen werden, während in einer Baisse die Positionen prozyklisch immer mehr reduziert werden (Kapitalgewichtung als implizite Trendfolgestrategie).⁴⁶ Auf der Rentenseite übergewichtet ein solcher Benchmarkanleger Emittenten, die besonders viele Anleihen emittiert haben und deshalb oft besonders hoch verschuldet sind. Er untergewichtet hingegen Emittenten, die sehr wenige Emissionen begeben bzw. wenig Schulden haben.

Aus diesen Überlegungen wurden in den letzten Jahren einige Alternativen zu den traditionellen kapitalisierungsgewichteten Indizes entwickelt, die viele positive Eigenschaften haben, die aber aus einer Reihe von Gründen bisher eine eher zögerliche Verbreitung an den Märkten finden. Die vier populärsten Alternativen zu den kapitalgewichteten Indizes werden wir im Folgenden vorstellen.⁴⁷

1. Gleichgewichtete Benchmarks
2. Kapitalmarkteffiziente Benchmarks
3. Risikogewichtete Benchmarks
4. Fundamentalgewichtete Benchmarks (z. B. RAFI-Benchmarks)

⁴⁵ Vgl. Grinold (1992).

⁴⁶ Vgl. Aehling (2008).

⁴⁷ Vgl. Edhec-Risk Institute Research Insights (2010).

Ad 1: Gleichgewichtete Benchmarks

Die einfachste Alternative zur Gewichtung eines Index nach der Marktkapitalisierung der Indexmitglieder ist die, alle Titel im Index gleich zu gewichten. Damit hat man automatisch die Abhängigkeit des Index von Preisbildung und Bewertung beseitigt. Und in der Tat wird beispielsweise vom S&P 500 seit 1989 eine Alternative zum kapitalisierungsgewichteten S&P 500 berechnet, die sogenannte „Equal Weighted Version“ des S&P 500, die jedem Titel 0,2% Gewicht gibt.

Dieser gleichgewichtete Index hatte (zumindest in dieser kurzen Historie) in Bezug auf Risiko und Ertrag (vor Kosten) tatsächlich viel günstigere Eigenschaften als der marktgewichtete Index. Er konnte über den gesamten Betrachtungszeitraum outperformen und insbesondere in Baissen besser das Kapital schützen als die kapitalisierungsgewichtete Version (niedriges „Downside Capture“).⁴⁸

So attraktiv die Risiko-Return-Überlegung der Gleichgewichtung und die breitere Diversifikation (geringere Konzentration auf Schwergewichte) auch sein mögen, haben sich diese Indizes beim Einsatz als Benchmark im Asset Management aus guten Gründen bisher kaum durchgesetzt.⁴⁹

Zum einen fehlt vollkommen die Fundierung aus der Kapitalmarkttheorie. Zum anderen stellen sich fundamentale Überlegungen. Warum sollte man als Anleger einen Wert, der kaum volkswirtschaftliche Bedeutung hat, genauso gewichten wie einen Titel, der die ganze Volkswirtschaft antreibt? Ist es wirklich sinnvoll, dass ein winziger Small Cap die gleiche Rolle spielt wie ein globaler Gigant? Es fehlt also völlig die Reflexion der breiten Volkswirtschaft.

Warum sollte man schließlich alle Informationen, die man über ein Investment hat, völlig ignorieren und alles gleich gewichten? Dies unterstellt von vorneherein eine Prognosefähigkeit aufgrund von fundamentalen Daten von Null.

Mehr auf der technischen Ebene liegt das Argument, dass bei einer Gleichgewichtung aller Titel in einem Index enorme Transaktionskosten (und steuerliche Probleme) auftreten, weil man permanent umschichten muss (permanentes Rebalancing), da jede Preisbewegung im Prinzip die Gewichtungen im Portfolio verschiebt. Dies ist gerade bei breiten Indizes problematisch, weil dies ständige Käufe und Verkäufe, Gewinn- und Verlustrealisierungen, in winzig kapitalisierten Titeln erfordert.

⁴⁸ Vgl. Dash/ Loggie (2008); Ferguson/ Schofield (2010).

⁴⁹ Vgl. Arnott/ Hsu/ West (2008), S. 68-71.

Schließlich muss erwähnt werden, dass ein Portfoliomanagement auf Basis von gleichgewichteten Indizes nicht sehr weit skalierbar ist. Große institutionelle Investoren können nicht wirklich große Geldmassen in gering kapitalisierte Titel bewegen. Sie sind darauf angewiesen, ihre Investments auf liquide und breit kapitalisierte Titel zu konzentrieren.

Ad 2: Kapitalmarkteffiziente Benchmarks

Noch relativ neu sind Überlegungen aus der Zusammenarbeit des EDHEC-Risk Institute und der FTSE Group, die Kritikpunkte an der Ineffizienz der kapitalgewichteten Indizes direkt aufzugreifen und mit komplizierteren Methoden effiziente Benchmarks auf Basis ihrer Risiko-Return-Charakteristika zu berechnen.⁵⁰ Man versucht im Sinne der Kapitalmarkttheorie, die Titel im Benchmarkindex stets so zu gewichten, dass die Sharpe Ratio des Indexportfolios maximiert wird. Die Herausforderung ist natürlich, robuste Schätzer der Inputparameter (Ertragschance, Verlustrisiko, Varianzen und Kovarianzen) zu entwickeln, um wirklich ein stabiles Portfolio mit optimalen Risiko-Return-Eigenschaften generieren zu können.

Es ist noch zu früh, um Aussagen zu treffen, ob sich solche Indizes am Markt etablieren können. Dagegen spricht momentan der relativ hohe Anspruch und die Komplexität des Prozesses der Portfoliobildung, die im Vergleich zu den kapitalisierungsgewichteten Indizes naturgegeben weniger transparent und schwerer zu vermitteln ist.

Überzeugend ist aber dennoch der Versuch, tatsächlich bestehende Mängel der traditionellen Benchmarkindizes sozusagen an der Wurzel zu packen und die Indexgenerierung mit neuen Methoden fortzuentwickeln.

Ad 3: Risikogewichtete Benchmarks

Im Zuge der beiden Aktienbaissen des letzten Jahrzehnts ist die Ausrichtung der Kapitalanlagen am Risiko stärker ins Blickfeld der Anleger geraten. So haben Minimum-Varianz-Ansätze im Asset Management, d. h. Strategien, die das absolute Risiko des investierten Kapitals minimieren wollen, mit verschiedenen Facetten deutlich an Bedeutung bei den Kapitalanlegern gewonnen.⁵¹

⁵⁰ Vgl. Amenc/ Goltz/ Martellini/ Retkowsky (2010).

⁵¹ Vgl. Arnott/ Kalesnik/ Moghtader/ Scholl (2010), S. 16-29; Maillard/ Ronacalli/ Teiletche (2010), S. 60-70, Baker/ Bradley/ Wurger (2011).

Dieser neue Trend hat auch die Indexanbieter nicht unbeeindruckt gelassen. Sie haben Indizes entwickelt, die als Indexgewichtung Ableitungen des Risikos benutzen. Werte mit niedrigerem Risiko werden höher gewichtet. So hat beispielsweise MSCI Barra in 2008 eigene Minimum-Varianz-Indizes gestartet. Der MSCI World Minimum Volatility Index weist historisch gesehen eine weitaus niedrigere Volatilität und eine höhere Sharpe Ratio aus als sein kapitalmarktgewichtetes Pendant.

Wegen der Kürze der Historie ist noch nicht abzusehen, ob sich diese Indizes am Markt durchsetzen können. Aber auch bei diesen neuen Ansätzen der Indexerstellung sprechen die geringere Transparenz und die größere Komplexität der Indizes dagegen, dass diese Benchmarks echte Herausforderer von kapitalisierungsgewichteten Indizes im Massengeschäft werden können.

Ad 4: Fundamentalgewichtete Benchmarkindizes (z. B. RAFI-Indizes)

Die Gruppe von Benchmarkindizes, die alternativ zu den kapitalisierungsgewichteten Indizes auf der Aktienseite die größte Verbreitung gefunden hat, sind eindeutig die fundamentalgewichteten Indizes. Bereits seit vielen Jahren gibt es beispielsweise von Morgan Stanley Capital International (MSCI) internationale Aktienindizes, die als Faktoren der Ländergewichtung nicht die Kapitalisierung der Märkte, sondern das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der jeweiligen Länder verwenden (z. B. MSCI Equity Europe GDP Weighted). 2009 wurden auch die ersten Rentenindizes auf Basis einer BIP-Gewichtung eingeführt.⁵²

Diese Ansätze wurden mittlerweile zu einem Multifaktorenansatz erweitert, wodurch sie sich auch bis auf die Einzeltitelgewichtung erweitern lassen. Man hat insbesondere von Seiten des Unternehmens „Research Affiliates“ eine ganze Reihe von fundamentalgewichteten Indizes entwickelt, die auf eine breite Gruppe von Fundamentaldaten zurückgreifen. Der „Research Affiliates Fundamental Index (RAFI)“ bezeichnet eine Indexgruppe, die vollständig von Preisen und Kapitalisierungen der Märkte als Gewichtungsfaktoren weggeht und stattdessen auf eine größere Gruppe von Fundamentaldaten zur Gewichtsentscheidung von Ländern, Branchen und Einzeltiteln zurückgreift.⁵³

So werden von diesem Indexanbieter als Fundamentalfaktoren Größen wie Sales, Cash Flow, Buchwert und Dividendenzahlungen der Aktien bzw. der Unternehmen

⁵² Vgl. Toloui (2010).

⁵³ Vgl. Arnott/ Hsu/ West (2008), S. 22-28.

verwendet. Mit diesen Kenngrößen zur Gewichtung von Aktientiteln in Indizes will man die objektivsten Kenngrößen für die ökonomische Bedeutung und die Effizienz eines Unternehmens bei der Indexgewichtung heranziehen. Man erreicht mit diesen Ansätzen das Ziel, die Über- und Untergewichtungen aufgrund der Marktkapitalisierung zu umgehen.

In vielen Research-Studien wurde nachgewiesen, dass die risikoadjustierte Wertentwicklung von fundamentalgewichteten Indizes über die meisten Regionen und Zeitabschnitte deutlich besser war als die von kapitalisierungsgewichteten Indizes. Dies bedeutet, dass sie unter Sharpe Ratio- oder Information Ratio-Gesichtspunkten effizienter als die traditionellen Indizes sind.⁵⁴

Die RAFI-Indizes haben mittlerweile einige Verbreitung gefunden, insbesondere als Basis von Indizes, die als Benchmarks für ETFs verwendet werden.⁵⁵ Diese große Attraktivität für ETF-Anbieter macht aber auch die Schwäche fundamentalgewichteter Indizes für die Masse der Benchmarknutzer deutlich.

Die RAFI-Indizes stellen einen Übergang von der Indexentwicklung zum aktiven Management dar und sind von gewissen Problemen der theoretischen Rechtfertigung über die Kapitalmarkttheorie charakterisiert.⁵⁶ Die Indizes spiegeln nicht einfach den Markt wieder, damit sich ein Anleger daran orientieren kann, sondern durch die aktive Entscheidung für Fundamentalfaktoren trifft der Indexanbieter aktive Management-Entscheidungen, die naturgegeben komplexer und weniger transparent sind. Fundamentalgewichtete Indizes können daher einige Anforderungen, die wir für Benchmarks formuliert haben, nicht erfüllen und haben Grenzen der Nutzung im Breitengeschäft.

Die Diskussion um die fundamentalgewichteten Indizes hat sich in den Anfangsjahren auf die Aktienseite konzentriert. Die Kritik an den traditionellen Rentenindizes, dass sie hoch verschuldete Wirtschaftseinheiten und stark im Preis gestiegene Emissionen systematisch übergewichten, hat aber zuletzt auch eine gewisse Diskussion über fundamentalgewichtete Rentenindizes ausgelöst, die sich aber noch in den Anfängen befindet.⁵⁷

Es ist jedoch offensichtlich, dass die Verwendbarkeit dieser Benchmarkindizes für die Masse der Investoren an ähnliche Grenzen stoßen wird wie die übrigen alternativen

⁵⁴ Vgl. Hsu/ Campollo (2005); Tamura/ Shimizu (2005).

⁵⁵ Vgl. Bund/ Eisel/ Flachmann/ König/ Vieker (2010).

⁵⁶ Vgl. Cremers/ Petajisto/ Zitzewitz (2010).

⁵⁷ Vgl. Arnott/ Hsu/ Li/ Shepherd (2010).

Benchmarks. Aus heutiger Sicht sind die marktkapitalisierungsgewichteten Benchmarkindizes trotz ihrer Schwächen noch immer die erste Wahl für Investoren, die ihre Kapitalanlagen an Benchmarks ausrichten wollen.⁵⁸

11. Die Rolle von Benchmarkmandaten im Rahmen der Asset Allocation

Die Turbulenzen an den Kapitalmärkten der letzten Jahre haben den Anlegern die Grenzen der benchmarknahen Kapitalanlagen, insbesondere die Abhängigkeit von der Performance der Marktindizes, deutlich gemacht. Ein klarer Trend der letzten Jahre war daher das allmähliche Abrücken von der klassischen Benchmarkausrichtung der Kapitalanlagen – insbesondere bei aktiv gemanagten Aktienfonds und gemischten Mandaten – hin zu benchmarkfreien Absolute Return-Ansätzen.^{59, 60}

Ziel des Anlegers bei der Implementierung eines Absolute Return-Konzeptes ist es, sich von der großen Abhängigkeit von der Wertentwicklung einer Benchmark zu lösen und auch über kürzere Zeiträume eine stabile Wertentwicklung zu erreichen.⁶¹ Im Spezialfondsgeschäft will der Fondssponsor die Ergebnisse seiner Kapitalanlagen weitgehend von der Marktentwicklung abkoppeln, indem er dem Vermögensverwalter eine unabhängig von den Marktbewegungen zu erzielende Absolutrendite, einen Mindestmehrertrag über die Geldmarktverzinsung oder einen Mehrertrag über die Inflationsrate vorgibt. Dem Fondsmanager wird dadurch eine deutlich größere Verantwortung für die Gesamtperformance und das Risiko der Kapitalanlagen des Fondssponsors zugeteilt als im Modell der Relative Performance-Mandate.

Kapitalmarkttheoretisch gesprochen strebt der Fondssponsor bei Absolute Return-Mandaten eindeutiger als sonst die Generierung von Alpha an. Das Ziel sind von der Gesamtmarktentwicklung unabhängige, stabile, positive (jährliche) Erträge. Für deren Erzielung ist er bereit, auf gewisse Ertragspotenziale (die vom Beta herrühren) zu verzichten. Es gilt die Devise „Risikobegrenzung und Sicherheit sind wichtiger als maximale Ertragsausbeute“.

⁵⁸ Vgl. Bendix (2010).

⁵⁹ Vgl. Rousseau (2009).

⁶⁰ Siehe hierzu den Beitrag Billmann/ Kleeberg/ Zimmerer in diesem Handbuch.

⁶¹ Vgl. Krämer (2004); Krämer (2006); Krämer (2008).

Jedoch scheinen die meisten Anleger und auch die Consultants die Gefahr zu sehen, dass man nach den negativen Erfahrungen mit Benchmarkanlagen in den letzten Jahren nun über das Ziel hinausschießt und den Benchmarkgedanken völlig ausblendet, auch dort, wo er gerechtfertigt ist. Daher wollen sie die strategische Ausrichtung an der Wertentwicklung einer Assetklasse und ein langfristiges Investment in Assetklassen, die eine überlegene Langfristperformance bringen, durch die reine Absolute Return-Ausrichtung aller Mandate nicht völlig aufgegeben. Richtet der Fondssponsor beispielweise alle Aktienmandate als Absolute Return-Mandate aus, bedeutet dies automatisch den Verzicht auf langfristige Performance, denn das Absolutziel muss aus Risikoüberlegungen niedriger formuliert werden, als es dem langfristig maximal möglichen Ertrag entspricht.

Die Anleger sind vor diesem Hintergrund vermehrt zu einer klareren strategischen Positionierung übergegangen. Stark im Rückzug sind Mandate, die als aktives Management definiert wurden, aber durch relativ enge Orientierung an einer Benchmark mit begrenztem Tracking Error doch fast passiv waren, also sozusagen die traditionellen (Long Only) aktiven Managementmandate („traditional core fund management“).

Heute versucht man, die Mandate aufzuteilen in wirklich passive, sehr indexnahe, quantitativ gesteuerte Konzepte (mit niedrigen Management Fees) und in wirklich aktive (teurere) Mandate mit höheren Risiken, die dann auch oft mit einem Absolute Return-Anspruch versehen werden, um dem Fondsmanager auf so vielen Ebenen wie möglich aktiven Spielraum einzuräumen.

Speziell bei britischen Pensionskassen haben die traditionellen Manager von benchmarkorientierten gemischten Mandaten (Balanced-Mandate) massiv Marktanteile verloren. Man spricht von einem Asset Management-Barbell oder einem Core-Satellite-Ansatz, der Kombination von passiven (Indexing, Enhanced Indexing, ETFs) und sehr aktiven Portfoliomanagement-Mandaten (Spezialitäten, Absolute Return, Select-Konzepte, Long/Short-Strategien, Hedgefonds) in einem Gesamtportfolio.⁶²

⁶² Vgl. van Steenis (2004).

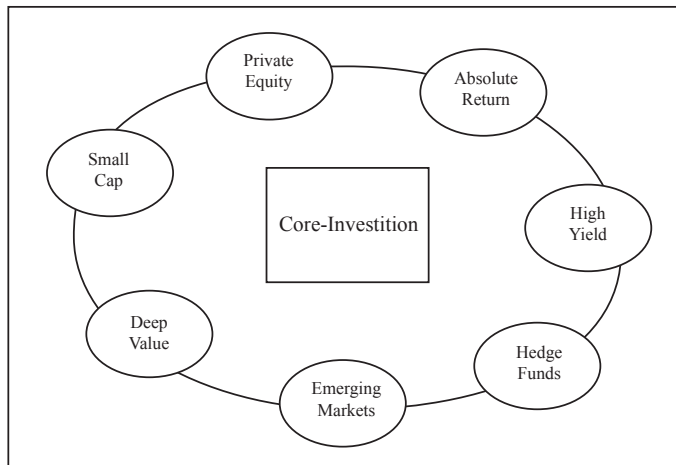


Abbildung 8: Core-Satellite-Ansatz⁶³

Der Core-Satellite-Ansatz hat sich bei vielen Investoren durchgesetzt. In einem Kern der Anlagen werden passive (indexierte) und passivnahe (Enhanced Indexation) Ansätze implementiert, während um den Kern herum die aktiv gemanagten Satelliten und die Absolute Return-Mandate (als eigene Assetklasse) aufgebaut werden.

In einem solchen Ansatz sind die aktiven, Alpha generierenden Mandate im Bereich der Satelliten zu finden, während im Kernbereich kein Alpha, sondern lediglich passiv die Benchmarkrendite angestrebt wird. Damit ist die Steuerung des Marktrisikos (Beta) wesentlich einfacher, so dass die Kernstrategie häufig mit einem aktiven Overlay-Management zur Beta-Risikosteuerung kombiniert wird. Dahingegen bleibt die Risikosteuerung im aktiven und speziell im Absolute Return-Segment eher Aufgabe der spezialisierten Asset Manager.⁶⁴

12. Zusammenfassung und Ausblick

Die ernüchternden Erfahrungen mit Benchmarkinvestments im Sinne der Ausrichtung der Kapitalanlagen an Standardaktienindizes während der Aktienbärenmärkte 2000-2003 und 2008-2009 haben bei den Anlegern das Thema „Risiko“ der Kapitalanlagen stark in den Vordergrund gerückt. Der Fokus hat sich eindeutig verschoben, weg vom Wunsch maximaler Ertragsausbeute hin zum Fokussieren auf Risikobegrenzung und

⁶³ Vgl. Bayer/ Fraikin/ Kolrep (2003), S. 529-570.

⁶⁴ Vgl. Bayer/ Fraikin/ Kolrep (2003), S. 529-570.

Sicherheit. Insbesondere die große Abhängigkeit der Gesamtpformance der Kapitalanlagen von den die Mandate definierenden Kapitalmarktbenchmarks haben starke Kritik ausgelöst. Die Fondsgesellschaften haben darauf mit einer Gruppe neuer Produkte und Strategien reagiert. Absolute Return-Ansätze rücken von der klassischen Indexausrichtung der Kapitalanlagen ab und streben eine unabhängig von den Marktbewegungen zu erzielende positive Absolutrendite an.

Dennoch sollte man das Kind nicht mit dem Bade ausschütten. Das vorherrschende Benchmark- und Indexdenken hat sich nicht ohne Grund entwickelt. Man kann durchaus den Standpunkt vertreten, dass es ohne Benchmarks im Portfoliomanagement nicht geht. Benchmarks können im Kapitalanlageprozess eine ganz bedeutende Rolle spielen. Sie helfen dem Fondssponsor, seine Asset Allocation bewusst vorzunehmen. Benchmarks 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.

Man sollte den Benchmarks aber nicht die alles dominierende Rolle bei der Kapitalanlage zukommen lassen, wie es in der Vergangenheit oft der Fall war. Jeder, der Benchmarks bei der Kapitalanlage einsetzt, muss sich ihrer Grenzen und Probleme bewusst sein. So kann die enge Ausrichtung an Benchmarks die Benchmarkauswahl (ungewollt) zentral für Performance und Risiko der Kapitalanlagen machen. Die Verwendung von Benchmarks begrenzt (in Abhängigkeit von den ergänzend vorgegebenen weiteren Restriktionen) zudem den Spielraum für aktives Management, erschwert die dynamische Asset Allocation und führt oft zu Benchmarkportfolios, die wenig individuell gestaltet sind.

Wenn sich ein Fondssponsor für Benchmarkinvestments entscheidet, muss er sich zudem klar machen, dass die Wahl der richtigen Benchmark einer der entscheidenden Faktoren für den Anlageerfolg und für eine faire Performancemessung ist. Eine der wichtigen Aufgaben der Indexanbieter ist es dabei, die Benchmarks weiter zu entwickeln. Insgesamt glauben wir, dass sowohl für Benchmarkinvestments als auch für Absolute Return und anderes aktives Management Raum vorhanden ist: Jeder Stil hat seine Zeit und seine Rolle in einem sinnvoll strukturierten Kapitalanlageprozess.

Literaturverzeichnis

- Aehling, M. (Aehling, 2008):** Transparenz ohne Effizienz – das Innenleben von Benchmarks, Portfolio Institutionell, Ausgabe 04, Mai 2008.
- Amenc, N./ Goltz, F./ Le Sourd, V. (Amenc/ Goltz / Le Sourd, 2006):** Assessing the Quality of Stock Market Indices – Requirements for Asset Allocation and Performance Measurement, Working Paper, Edhec Business School, September 2006.
- Amenc, N./ Goltz, F./ Martellini, L./ Retkowsky, P. (Amenc/ Goltz/ Martellini/ Retkowsky, 2010):** Efficient Indexation – An Alternative to Cap-Weighted Indices, Edhec-Risk Working Paper, Januar 2010.
- Anson, M. (Anson, 2004):** Strategic versus Tactical Asset Allocation, The Journal of Portfolio Management, Winter 2004, S. 8-22.
- Arnott, R.D./ Hsu, J.C./ West, J.M. (Arnott/ Hsu/ West, 2008):** The fundamental index - a better way to invest, New York, 2008, S. 22-28.
- Arnott, R.D./ Hsu, J.C./ Li, F./ Shepherd, S.D. (Arnott/ Hsu/ Li/ Shepherd, 2010):** Valuation-Indifferent Weighting for Bonds, The Journal of Portfolio Management, Volume 36, Number 3, Frühjahr 2010.
- Arnott, R. Kalesnik, V./ Moghtader, P./ Scholl, C. (Arnott/ Kalesnik/ Moghtader/ Scholl, 2010):** The Case for Multiple Weighting Methodologies, in: Journal of Indexes, Januar/Februar 2010, S. 16-29.
- Asness, C./ Frazzini, A./ Pedersen, L.H. (Asness/ Frazzini/ Pedersen, 2011):** Leverage Aversion and Risk Parity, AQR Capital Management White Paper, Greenwich, Januar 2011.
- Bailey, J. (Bailey, 1992):** Evaluating Benchmark Quality, Financial Analysts Journal, Mai/Juni 1992.
- Baker, M./ Bradley, B./ Wurger, J. (Baker/ Bradley/ Wurger, 2011):** Benchmarks as Limits to Arbitrage-Understanding the Low Volatility Anomaly, Financial Analysts Journal, Februar 2011.
- Bayer, K.G./ Fraikin, M./ Kolrep, M. (Bayer/ Fraikin/ Kolrep (2003):** Mandatsstrukturierung nach dem Core-Satellite-Ansatz, in: Handbuch Asset Allocation, hrsg. von Dichtl, H. / Kleeberg, M. / Schlenger, C.: Bad Soden 2003, S. 529-570.
- Bendix, K. (Bendix, 2010):** Der Klassiker gibt den Ton an, Portfolio Institutionell, September 2010, Ausgabe 09, S. 50-53.
- Brealey, R.A./ Myers, S.C. (Brealey/ Myers, 1991):** Principles of Corporate Finance, 4. Auflage 1991, S. 155-180.
- Brinson, G./ Singer, B.D./ Beebower, G.L. (Brinson/ Singer/ Beebower, 1986):** Determinants of Portfolio Performance, Financial Analysts Journal, vol. 42, no. 4, 1986, S. 39-48.
- Bund, S./ Eisel, M./ Flachmann, J./ König, M./ Vieker, M. (Bund/ Eisel/ Flachmann/ König/ Vieker, 2010):** Indexfonds in Deutschland 2010, White Paper, Kommalpha, Juli 2010.
- Citigroup (Citigroup 2010):** Citigroup Global Fixed Income Index Catalog, 2010 Edition, Januar 2010.
- Cremers, M./ Petajisto, A./ Zitzewitz, E. (Cremers/ Petajisto/ Zitzewitz, 2010):** Should Benchmark Indices Have Alpha? – Revisiting Performance Evaluation, AFA Atlanta Meetings Paper, Januar 2010.
- Dash, S./ Loggie, K. (Dash/ Loggie, 2008):** Equal Weight Indexing, Standard & Poors, White Paper, April 2008.
- Edhec-Risk Institute Research Insights (Edhec-Risk Institute Research Insights, 2010):** Alternative Indices, IPE Investment and Pensions Europe, Sonderheft, Winter 2010/2011.
- Elton, E.J./ Gruber, M.J. (Elton/ Gruber, 1991):** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 4. Auflage, 1991, S. 38-64.

- Ferguson, R./ Schofield, D. (Ferguson/ Schofield, 2010):** Equal-weighted portfolios perform better, FTfm, 18. Oktober 2010, S. 6.
- Frazzini, A./ Pedersen, L.H. (Frazzini/ Pedersen, 2010):** Betting Against Beta, NBER Working Paper 16601, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Dezember 2010.
- Fuhrmann, B. (Fuhrmann, 2010):** Benchmarks in a Changing World, Viewpoints, Wellington Management, Juli 2010.
- Garz, H./ Günther, S./ Moriabadi, C. (Garz/ Günther/ Moriabadi, 1998):** Portfolio-Management – Theorie und Anwendung, 2. Auflage 1998, S. 17-97.
- Geier, C. (Geier, 2007):** Zeitvariable Risikoprämien als Erklärung für Marktanomalien, Diplomica Verlag, 2. Auflage 2007.
- Goltz, F./ Le Sourd, V. (Goltz/ Le Sourd, 2010):** Does Finance Theory Make the Case for Capitalisation-Weighted Indexing, EDHEC-Risk Institute, White Paper, Januar 2010.
- Greene, S. (Greene 2010):** The challenge of building fixed income indices, FTfm, 8. März 2010, S. 3.
- Grinold, R. (Grinold, 1992):** Are benchmark portfolios efficient?, Journal of Portfolio Management, Herbst 1992.
- Günther, S. (Günther, 2002):** Praktische Bedeutung und professioneller Einsatz von Benchmarkportfolios, in: Handbuch Portfolio Management, 2. Auflage, hrsg. von Kleeberg, J.M. / Rehkugler, H., Bad Soden, 2002, S. 225-250.
- Haugen, R.A. (Haugen, 1997):** Modern Investment Theory, 4. Auflage 1997, S. 641-717.
- Heynck, R. (Heynck, 2004):** Relativer Return? – Es kommt auf die absolute Performance an, Präsentation auf der 7. Jahrestagung Portfolio Management, TÜV Essen, 15. und 16. Juni 2004.
- Hsu, J.C./ Campollo, C. (Hsu/ Campollo, 2005):** An Examination of Fundamental Indexation, White Paper, FTSE, November 2005.
- Ibbotson R.G./ Kaplan, P.D. (Ibbotson/ Kaplan, 2003):** Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90 or 100 Percent of Performance?, Financial Analysts Journal, Januar/Februar 2000, S. 26-33.
- Johanning, L. (Johanning, 2010):** Aktives versus Passives Fondsmanagement - Performancepotentiale, Kosten und Benchmarks, WHU Otto Beisheim School of Management, VuV-Herbstveranstaltung, Berlin, 17. September 2010.
- Just, D.F. (Just, 2004):** Benchmarks als Siegel für Produktwahrheit und –klarheit, Präsentation auf der 7. Jahrestagung Portfolio Management, Bayerische Versorgungskammer, 15. und 16. Juni 2004.
- Kleeberg, J.M./ Billmann, M./ Hertlein, F. (Kleeberg/ Billmann/ Hertlein, 2008):** Strukturierte Managerauswahl – Erfolgsfaktoren und Best Practice, in: Handbuch Vertriebsexzellenzen im Asset Management, hrsg. von Herzog, M. / Johanning, L. / Rodewald, M., Bad Soden, 2008, S. 185-212.
- König, P. (König, 2009):** Benchmarks in der Vermögensverwaltung für Privatkunden, alpha⁺ 1/2009, S. 8-11.
- Korn, O./ Schmitt, C. (Korn/ Schmitt, 1996):** Die Nachbildung von Aktienindizes – Ein Vergleich verschiedener Verfahren, ZEW Discussion Paper 96/08, März 1996.
- Krämer, W. (Krämer, 1999):** Europäische Rentenindizes, Lazard Asset Management, Hintergrund, September 1999.
- Krämer, W. (Krämer, 2001):** Aktives vs. Passives Portfolio Management, Lazard Asset Management, Investment Perspektive, 2./3. Quartal 2001.
- Krämer, W. (Krämer, 2003):** Asset Allocation nach dem Platzen der New Economy-Blase, Lazard Asset Management, Hintergrund, August 2003.

Krämer, W. (Krämer, 2004): Absolute Return Strategien im Rahmen der Vermögensverwaltung, Lazard Asset Management, Standpunkt, Mai 2004.

Krämer, W. (Krämer, 2006): Durationsmanagement im Rahmen von Absolute Return-Konzepten, Lazard Asset Management, Hintergrund, November 2006.

Krämer, W. (Krämer, 2008): Der Charme des Absoluten, Lazard Asset Management, Hintergrund, März 2008.

Krämer, W. (Krämer, 2010): Fixed Income Benchmarks im Asset Management – Markt iBoxx-Indizes, Lazard Asset Management, Standpunkt, Mai 2010.

Lörtscher, R. (Lörtscher, 2006): Enhanced-Aktien-Indexing, UBS Fokus für institutionelle Anleger, August 2006.

Mackintosh, J. (Mackintosh, 2011): Reward for risk seems to be a chimera, FTfm, 21. März 2011, S. 24.

Maillard, S./ Ronacalli, T./ Teiletche, J. (Maillard/ Ronacalli/ Teiletche, 2010): The Properties of Equally Weighted Risk Contribution Portfolios, The Journal of Portfolio Management, Summer 2010, Vol. 36, No. 4, S. 60-70.

Markit (Markit, 2009): Markit iBoxx EUR Benchmark Index Guide, Dezember 2009, www.indexco.com.

Markit (Markit, 2010): Markit iBoxx Bond Indizes, 2010, www.indexco.com.

Oertmann, P./ Zimmermann, H. (Oertmann/ Zimmermann, 1998): Risk and Return – Vom CAPM zur modernen Asset Pricing Theory, Universität St. Gallen, Working Paper, 1998.

Peacock, P./ Ruiz-Sena, A. (Peacock/ Ruiz-Sena, 2010): Merrill Lynch monthly bond index profiles, März 2010.

Reichert, H. (Reichert, 2000): Überlegungen zur Benchmarkauswahl für Spezialfonds, in: Handbuch Spezialfonds, hrsg. von Kleeberg, J. / Schlenger, C., Bad Soden, 2000, S. 702-723.

Rousseau, R. (Rousseau, 2009): Life Beyond Alpha – Is Alpha Necessary and Sufficient to Achieve Your Investment Goals?, Vortrag auf der 12. Jahrestagung Portfoliomanagement, 16./17. Juni 2009.

Scherer, B. (Scherer, 2000): Einfluss der Investment-Richtlinien auf die Performance von Spezialfonds, in: Handbuch Spezialfonds, hrsg. von Kleeberg, J. / Schlenger, C., Bad Soden, 2000, S. 327-333.

Siemssen, S.J. (Siemssen, 2002): Rentenindizes als Benchmarks im Bondmanagement, in: Handbuch Portfoliomanagement, hrsg. von Kleeberg, J. / Rehkugler, H., Bad Soden, 2002, S. 439ff.

Spremann, K. (Spremann, 2006): Portfoliomanagement, München, 2006, S. 223-300.

Tamura, H. / Shimizu, Y. (Tamura / Shimizu, 2005): Global fundamental indices, White Paper, Nomura Research, 28. Oktober 2005.

The Brandes Institute (The Brandes Institute, 2004): Concentrated Portfolios – An Examination of Their Characteristics and Effectiveness, The Brandes Institute Research Study, September 2004.

Toloui, R. (Toloui, 2010): Region of Reverse Command – Consequences of the Industrialized Country Debt Explosion, PIMCO Emerging Markets Watch, April 2010.

van Steenis, H. (van Steenis, 2004): No place for tradition in brave new world, Morgan Stanley Research, 2004.