



Standpunkt

November 2005

Benchmarks im Kontext der
barwertigen Zinsbuchsteuerung

©2005. 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.

Benchmarks im Kontext der barwertigen Zinsbuchsteuerung

- ◆ Der Barwert-Ansatz ist ein spezielles Verfahren, das zur konzeptionellen Erfassung von Risiko konstruiert wurde. Mit seiner Hilfe lassen sich die mit den verschiedenen Finanzpositionen verbundenen Risiken (insbesondere die zukünftigen Zinsrisiken) durch Simulationen besser erkennen und steuern.
- ◆ Die Risikotragfähigkeit einer Bank bildet das Fundament für die Gesamtbanksteuerung. An ihr lässt sich überprüfen, inwieweit ein Kreditinstitut überhaupt im Stande ist, Risiken am Kapitalmarkt einzugehen. Zur Errechnung der Risikotragfähigkeit wird das potentielle Risiko mit den zur Verfügung stehenden Risikodeckungsmassen abgestimmt und durch ein System von Risikogrenzungen beschränkt.
- ◆ Eine Benchmark ist in erster Linie ein Maßstab für die Erstellung eines kontinuierlichen Vergleichs von Leistungen. Betriebswirtschaftlich bedeutet „Benchmarking“ der kontinuierliche Vergleich von Produkten, Dienstleistungen und Praktiken mit den Produkten des stärksten Mitbewerbers. Ziel ist es, die eigene Leistung besser erklären und vergleichen zu können, um als Konsequenz hieraus die eigene Situation zu verbessern.
- ◆ Um die Barwertsteuerung erfolgreich bewältigen zu können, sind Benchmarks eine gute Grundlage, um risikoadjustiert eine Bilanz zu managen. Welchen Managementstil man dabei verfolgt, liegt ganz im Bereich der persönlichen Präferenzen des Anlegers.

Benchmarks im Kontext der barwertigen Zinsbuchsteuerung

Die barwertige Zinsbuchsteuerung ist ein viel zitiertes Thema, mit dem sich die Asset Manager in Deutschland vermehrt auseinandersetzen müssen. Dabei geht es um Themen, wie ein Sondervermögen in die Barwertsteuerung des Anlegers eingeordnet wird, ob es überhaupt mit einbezogen oder losgelöst von der Barwertsteuerung betrachtet werden soll, oder ob man es als täglich liquidierbare Anlage annehmen kann. Hierzu gibt es kontroverse Meinungen.

Anleger, die sich intensiv mit dem Thema der Barwertsteuerung auseinandersetzen, sind auf verschiedene Probleme bei der vollständigen Umsetzung gestoßen. So ist neben dem Bilanzstichtag eines jeden Jahres auch die Wahl der Benchmark und die Ausrichtung der Bilanz danach problematisch.

Die Stärke der Barwertsteuerung liegt darin, dass Änderungen von Risikoparametern und von Ablaufkennlinien einzelner Positionen der Bilanz sich ohne zeitliche Verzögerung im Vermögenswert einer Bank niederschlagen.¹ Dadurch ist es möglich, Risiken präventiv zu erkennen. Das Barwertkonzept erfüllt auf diese Weise die Anforderungen der Kredit- und Versicherungswirtschaft nach Transparenz der Ergebnisse und Risiken und gilt als mögliches Steuerungskonzept der Zukunft. Dazu müssen jedoch künftig einheitliche Standards definiert werden.

In dieser Publikation wollen wir uns mit dem Sinn oder Unsinn des Einsatzes von Benchmarks im Zusammenhang mit der barwertigen Zinsbuchsteuerung auseinandersetzen. Vor allem vor dem Hintergrund, dass im Bereich der Barwertsteuerung Benchmarks benutzt werden, die nicht dem Risikogehalt einer Bankbilanz entsprechen, wollen wir einen Überblick über die unterschiedlichen Benchmarks und deren Aufbau geben. Dazu überprüfen wir, ob die gängigen Benchmark-Indizes wie REX-P, PEX-P oder gleitende Durchschnitte geeignete Vergleichsmaßstäbe der barwertigen Zinsbuchsteuerung sind oder ob sich effizientere Alternativ-Benchmarks

anbieten. Im Rahmen dieser Ausgabe kann natürlich nur an der Oberfläche der Barwertsteuerung gekratzt werden. Zu einer tiefer gehenden Betrachtung wird auf die einschlägige Literatur verwiesen. Schwerpunkt dieser Veröffentlichung soll vor allem der Vergleich der Benchmarks nach einer kurzen Einführung in die Barwertsteuerung sein.

Was versteht man unter „Barwert“?

Der Barwert-Ansatz ist ein spezielles Verfahren, das zur konzeptionellen Erfassung von Risiko konstruiert wurde. Mit seiner Hilfe lassen sich die mit den verschiedenen Finanzpositionen verbundenen Risiken (insbesondere die zukünftigen Zinsrisiken) durch Simulationen besser erkennen und steuern. Ausgangspunkt bei der Bestimmung des Barwertes eines Portfolios sind dabei die identifizierten und summierten Zahlungsströme auf der Aktiv- und der Passivseite.

Der Barwert per se basiert auf einer Liquiditätsrechnung, bei der die zukünftigen Zahlungsströme diskontiert werden. Dieser Vorgang kann zu jedem Stichtag in der Zukunft erfolgen. Zur Identifizierung des Gesamtbankbarwertes, d.h. zur Ermittlung des wirtschaftlichen Eigenkapitals der Bank, ist eine Barwertbilanz zwingende Voraussetzung.²

Zielvorhaben der barwertigen Zinsbuchsteuerung

Die barwertige Zinsbuchsteuerung gestaltet die Strukturen der Bilanz einer Bank. Das Zinsbuch beinhaltet Positionen, deren Wert durch minimale Zinsänderungen beeinflusst wird. In der barwertigen Zinsbuchsteuerung wird das Zinsänderungsrisiko auf Basis der summierten Zahlungsströme berechnet. Diese ergeben sich aus den saldierten Nominalbeträgen der einzelnen Laufzeitbänder mit dem Ziel, den Zahlungsstrom unter Beachtung der

Risikotragfähigkeit möglichst effizient auszurichten. Effizient ist eine Zahlungsstrom-Struktur dann, wenn keine andere Struktur bei gleichem Risiko einen höheren Ertrag bzw. den gleichen Ertrag mit weniger Risiko nachhaltig generieren kann. Vor allem Schlagwörter aus der Gegenwart, wie z. B. „risikoadjustiert“ einen besseren Ertrag als ein Vergleichsmaßstab zu liefern“, stehen hier bei vielen Asset Managern auf der Agenda.

Ziel der barwertigen Zinsbuchsteuerung ist das bewusste Eingehen von Risiken im Zinsgeschäft, um daraus Erträge zu erwirtschaften. Das im Zinsbuch verankerte Vermögen stellt hierbei das potentielle Risikokapital einer Bank dar. Das Eigenkapital der Bank ist dabei der so genannte Vermögensbarwert, der sich ergibt, wenn der Barwert der Aktiva höher ist als der Barwert der Passiva. Es ist eine knappe Ressource und muss daher effizient verwaltet werden. Eine effiziente Strategie ist so zu wählen, dass bei einer vorgegebenen Risikobegrenzung eine angemessene Rendite erwirtschaftet werden kann (Stichwort: Risikoadjustierte Mehrrendite).

Ein effizientes Portfolio eines Anlegers orientiert sich an einem Index, der einen bestimmten Markt-bereich abbildet, da dieser zumindest in der Theorie effizient ist. Für die barwertige Zinsbuchsteuerung sollte dies in einem ersten Schritt ebenfalls gelten; die Barwertbilanz ist also an einem Index, der den Markt darstellt, auszurichten. Dieser Index stellt also die Benchmark, die es zu schlagen gilt, dar. Bei der Verwaltung von Portfolios unterscheidet man zwischen drei verschiedenen Managementstilen: Der genauen Ausrichtung am Markt (passiv), dem bewussten Abweichen von Einzelpositionen im Verhältnis zum Markt (semi-aktiv) und dem bewussten Abweichen vom Gesamtmarkt (aktiv). Entscheidend dafür, welche Philosophie verfolgt wird, ist dabei, ob sich der Manager zutraut, mittels einer Zinsprognose besser als der Markt zu sein oder nicht. Die Ergebnisse aus der Vergangenheit lassen dabei verschiedene Interpretationsmöglichkeiten offen. Im Folgenden wird auf die unterschiedlichen Managementstile näher eingegangen.

Passive, semi-aktive und aktive Barwertsteuerung im Rahmen eines Benchmark-Vergleichs

Verfolgt ein Anleger eine passive Steuerung, so richtet er die Zahlungsströme genau an der Struktur einer gewählten Vergleichsgröße aus: der Benchmark. Damit koppelt er die gesamte Rendite-/Risikostruktur des Barwerts an die Entwicklung des Marktes unabhängig von kurzfristigen Markterwartungen. Es handelt sich um eine bewusste und von kurzfristigen Zinserwartungen unabhängige Ausrichtung des Zinsbuchs.

Eine passive Strategie bedeutet auch, dass bei steigenden Zinsen am Markt (Parallelverschiebung der Zinskurve) der Barwert der Aktivseite stärker sinkt als der Barwert der Passivseite aufgrund der häufig anzutreffenden Aufstellung der Institute, dass ihre Verbindlichkeiten kurzfristiger Natur und die Forderungen langfristiger Natur sind. Gleichzeitig sinkt zwangsläufig der Barwert des Eigenkapitals einer Bank, was zu Einschränkungen in der Gesamtbanksteuerung, wie beim Eingehen von Risiken, führen kann. Durch die passive Steuerung entstehen zwar keine höheren Verluste als jene am Markt, jedoch sind Verluste in den Barwertpositionen weder ein zufriedenstellendes noch ein erwünschtes Ergebnis. Gleichzeitig können die Ergebnisse aus der Orientierung an einer Benchmark ein Institut in seinem Fortbestehen bedrohen, vor allem dann, wenn kurzfristige Schockszenarien eintreten.

Ein weiteres Problem der passiven Steuerung besteht vor allem dann, wenn Anleger ihren Spezialfonds monatlich in seine Bestandteile zerlegen und dessen Zahlungsströme voll in die Bilanz integrieren. Durch die Integrierung des Fonds in die Barwertbilanz wird der Erfolg des Fonds völlig verzerrt. Je nachdem, wie der Fondsmanager seine aktive Laufzeitsteuerung verfolgt, liegt der Fonds mal kürzer oder länger in der Laufzeit, was dazu führt, dass der Anleger diese Entwicklung durch eine Anpassung seiner Anlagen an die internen Benchmark kompensieren muss. Ergebnis eines solchen Prozesses ist, dass beide Parteien gegeneinander arbeiten, ohne die gewünschte Performance zu erzielen. Letztendlich muss der jeweilige institutionelle Anleger darüber bestimmen, in welchen Kontext er einen Spezialfonds einordnet.

Erfolgt eine semi-aktive Steuerung, so weicht der institutionelle Anleger nur an bestimmten Punkten von der Benchmark ab und gewichtet diese stärker. Solch eine Strategie wird von vielen Anlegern verfolgt, wenn diese eine eigene Zinsmeinung haben, dieser aber nicht hundertprozentig vertrauen und sie deshalb nur teilweise umsetzen möchten.

Bei der aktiven Steuerung findet auf Grund einer individuellen Zinserwartung eine bewusste Abweichung vom Benchmark-Zahlungsstrom statt. Dieser Schritt ist dann empfehlenswert, wenn die Bank in der Vergangenheit mit ihrer Zinsmeinung und dem Timing der Zinsentwicklung die tatsächlich eingetretene Marktsituation so treffend prognostiziert hat, dass für sie eine höhere Rendite als bei der Replizierung einer Benchmark erzielbar war. Eine aktive Steuerung kann aber auch dann empfehlenswert sein, wenn ein Anleger sich die Risiken der Benchmark nicht leisten kann.

Risikotragfähigkeit

Die Risikotragfähigkeit einer Bank bildet das Fundament für die Gesamtbanksteuerung. An ihr lässt sich überprüfen, inwieweit ein Kreditinstitut überhaupt im Stande ist, Risiken am Kapitalmarkt einzugehen. Zur Errechnung der Risikotragfähigkeit wird das potentielle Risiko mit den zur Verfügung stehenden Risikodeckungsmassen abgestimmt und durch ein System von Risikobegrenzungen beschränkt.³

Die Risikobestimmung aus der Perspektive des Barwert-Ansatzes liegt in der Offenlegung der wertbestimmenden Faktoren. Mit diesem Ansatz kann den wertmäßigen Einflüssen von Veränderungen der verschiedenen Größen nachgegangen werden. Die mit dem Barwert-Ansatz mögliche Risikoanalyse kann dabei auch partiell erfolgen. Es lässt sich u.a. untersuchen, wie sich der Barwert bei einer Zinserhöhung resp. Zinssenkung verändert. Im Barwert-Ansatz stellt die Laufzeit (Duration) das Bindeglied zwischen Zinsen und Werten dar. Über sie lässt sich die Auswirkung der Zinsänderung quantifizieren. Das Konstrukt des Barwert-Ansatzes offenbart eine Sichtweise, mit der neben dem Zinsänderungsrisiko auch andere Risiken wie das Index-, Ausfall- und Währungsrisiko betrachtet werden können. Das eingegangene Risiko wird durch das

Verlustpotential gemessen, das auch als Wert-am-Risiko („Value-at-risk“) einer Bank bezeichnet wird.⁴

Die Risikotragfähigkeitsermittlung einer Bank kann durch die Barwertsteuerung erheblich verbessert werden, weil sie in der Zukunft liegende positive wie auch negative Effekte (Zinsänderungen) mit einbezieht und so das mögliche (maximale) Verlustrisiko einer Bank ex ante offen legt.

Barwertige Zinsbuchsteuerung als Benchmark-Grundlage

Die alleinige Ermittlung der Risikolimites stellt trotz der oben aufgeführten Ansätze in der Praxis immer noch keine ausreichende Steuerungsgrundlage für Banken dar. Sie zeigt lediglich auf, ob sich die Positionierung der Bank im Rahmen ihrer eigenen Risikotragfähigkeit bewegt oder diese übersteigt. Zur Beurteilung des eingegangenen Zinsrisikos auf Gesamtbankebene und der daraus erzielten Performance ist das Heranziehen von Vergleichsgrößen sowohl notwendige als auch empfehlenswerte Steuerungsoption.

Um den Erfolg der vorher festgelegten Ausrichtung nach Rendite und Risiko eines Zinsbuchs objektiv beurteilen zu können, ist ein zusätzlicher Vergleichsmaßstab heranzuziehen, der sich am Markt orientiert. Vor diesem Hintergrund ist das Zinsbuch an diesem so auszurichten, dass es einem effizienten Marktportfolio entspräche.

Durch die Orientierung am Markt kann die Positionierung der Bank transparent gemacht werden. Die Integration von Benchmarks als erweitertes Risikomessinstrument in eine Bank ermöglicht eine effizientere strategische Anlageplanung, die Ertragserwartungen und Risikopräferenzen berücksichtigt. Zudem kann die Performance der Benchmark hervorragend jederzeit als Maßstab für die risikoadjustierte Wertentwicklung herangezogen werden.⁵

Der Anwendungsbereich von Benchmarks

Eine Benchmark ist in erster Linie ein Maßstab für die Erstellung eines kontinuierlichen Vergleichs von Leistungen. Betriebswirtschaftlich bedeutet „Benchmarking“ der kontinuierliche Vergleich von Produkten, Dienstleistungen und Praktiken mit den Produkten des stärksten Mitbewerbers. Ziel ist es, die eigene Leistung besser erklären und vergleichen zu können, um als Konsequenz hieraus die eigene Situation zu verbessern.

Im Portfoliomanagement sind drei Kategorien von Benchmarks denkbar: Eine vorher vereinbarte Mindestrendite (Absolut Return), ein vergleichbares Konkurrenzportfolio (Peer-Group) oder ein Index (Börsenindex). Letzterer Maßstab ist betriebswirtschaftlich sinnvoll, da hierbei ein risikoadjustierter Vergleich relativ zur Marktentwicklung hergestellt werden kann. Neben der Funktion als Vergleichsmaßstab dient die Benchmark dem Manager oder Vermögensverwalter als Operationalisierungsgrundlage des Anlageauftrags. Der Anleger teilt dem Vermögensverwalter durch die Auswahl einer Benchmark seine Ziele und Vorstellungen über das gewünschte Rendite-/Risikoverhältnis mit und erstellt somit eine genaue Aufgabenbeschreibung.

Die Benchmark wird nicht nur als ex post Vergleich herangezogen, vielmehr kann sie auch schon bei der Portfoliobildung berücksichtigt werden. Im passiven Portfoliomanagement wird sie von Anfang an mit einem gewissen Maß an Präzision einfach nachgebildet. Hierbei soll lediglich die Performance der Benchmark erreicht werden. Das semi-aktive wie auch das aktive Management hingegen haben zum Ziel, die Performance der Benchmark zu übertreffen.

Der Benchmark-Begriff

Ursprünglich bezeichnete der aus dem angelsächsischen Sprachraum kommende Begriff „Benchmark“ die Markierung eines Tischlers auf der Werk- bzw. Hobelbank. Solche Markierungen halfen dem Tischler, Mehrfachproduktionen (beispielsweise eines Tischbeins) nach einer vorher festgelegten Größe zu bearbeiten und diese gegeneinander zu vergleichen.

Ein Vergleich hatte den Vorteil, unpräzise Arbeiten frühzeitig zu erkennen und zu korrigieren.

In der Landvermessung sind „Benchmarks“ klar erkennbare Objekte, die als Referenzpunkte für Höhenmessungen festgelegt werden. Der Terminus „Benchmarking“ entwickelte sich in den 70er und 80er Jahren aus der Industrie und bezeichnet ein methodisches Verfahren bzw. einen dynamischen Prozess, der aus der Gegenüberstellung betrieblicher Objekte Informationen über deren relative Leistungsfähigkeit erzeugt.⁶

Schaut man sich in einem aktuellen englischen Wörterbuch wie dem „Webster’s Online Dictionary“ um, findet man zwei Definitionen für „Benchmark“, die ins Deutsche übersetzt Folgendes bedeuten:

1. Ein Standard, durch den etwas gemessen oder verglichen werden kann.
2. Eine Markierung, die sich auf ein konkretes Objekt bezieht, das einer bestimmten Position und Höhe zugeordnet ist und als Referenzpunkt dient.

Grundsätzlich stellen „Benchmarks“ also festgelegte Referenzpunkte dar, auf deren Grundlage Messungen und Vergleiche durchgeführt werden können. Die Ergebnisse aus solchen Messverfahren können dann als Information in den verschiedenen Arbeitsbereichen verwendet werden.

Der Benchmark-Begriff lässt sich thematisch aber noch weiter eingrenzen. In der Betriebswirtschaft, speziell im Asset Management, ist eine „Benchmark“ ein Vergleichsmaßstab, an dem der Erfolg bzw. die Performance eines einzelnen Wertpapiers oder eines gesamten Wertpapierportfolios risikoadjustiert gemessen werden kann. Eine Messung kann durchgeführt werden, wenn man den Vergleichsobjekten (z.B. einem Korb aus Aktien und Renten) einen vorher definierten und fairen Vergleichsmaßstab, d.h. eine Benchmark, zugrunde gelegt hat.

Anforderungen an Benchmarks

Nachdem theoretisch geklärt wurde, was unter dem Begriff „Benchmark“ zu verstehen ist, gilt es in einem weiteren Schritt, zu ergänzen, welche Anforderungen sie erfüllen muss, um als Vergleichsinstrument in der Praxis eingesetzt werden zu können. In der einschlägigen Literatur finden sich dazu zahlreiche englisch- und deutschsprachige Artikel. Bei der Aufzählung von Benchmark-Anforderungen kommen wir um die Ergebnisse von William F. Sharpe nicht herum, der in Anbetracht der praktischen Verwendung von Benchmarks folgende Ratschläge gibt:

1. Bei einer Benchmark sollte es sich um eine erwerb- und replizierbare Anlagealternative handeln.
2. Der Erwerb einer Benchmark sollte mit möglichst geringen Transaktionskosten verbunden sein.
3. Eine Benchmark sollte sehr gut diversifiziert und deshalb risikoadjustiert schwer zu schlagen sein.
4. Eine Benchmark sollte bereits bekannt und bezogen auf deren Zusammensetzung stets transparent sein, bevor Anlageentscheidungen getroffen werden.
5. Eine Benchmark sollte den gleichen Rahmenbedingungen wie ein Portfolio unterliegen.⁷

Benchmark-Kategorien

Es gibt drei mögliche und zu differenzierende Kategorien von Benchmarks:

1. Absolute Return

Eine Kategorie von Benchmarks ist die absolute Zielvorgabe für Ertrag und Risiko. Sind Ertrag und Risiko nicht durch einen Index darstellbar, spricht man von absoluten Zielvorgaben oder auch „Absolute Return“. In diesem Fall stellen absolute Zielvorgaben für Risiko und Ertrag die Benchmark des Fondsmanagers dar, an der er sich messen lassen muss. In der Praxis wird der Begriff „Absolute Return“ vielfältig verwendet. Jedoch erfüllen viele Produkte, die unter diesem Begriff firmieren, nicht die Kriterien von absoluten Ertrags- und Risikovorgaben. Ein Absoluter Return bedeutet für einen

Anleger, dass er keine Abschreibung zum Jahresende haben möchte und möglichst das Renditeziel erreichen will. Zum Begriff „Absolute Return“ und seinen Ausgestaltungsformen sind mehrere Publikationen erschienen.⁸

2. Peer-Groups

So genannte Peer-Groups stellen eine weitere Benchmark-Kategorie dar. Das Prinzip der Peer-Group-Benchmark im Portfoliomanagement lässt sich mit einer Analogie zum Golfsport veranschaulichen. Beim Golfen fungiert „Par“ für jeden Spieler als allgemeine Orientierungsmarke, als Benchmark, an der jeder seine eigene Leistung relativ zum historischen Durchschnitt messen kann. Nichtsdestotrotz, eine reine „Parstrategie“ garantiert einem Golfspieler nicht den Turniersieg. Um das Turnier zu gewinnen, muss er aber nicht gezwungenermaßen die Benchmark schlagen (also Par unterbieten), sondern sich vor allem gegen seine direkten Mitstreiter (die Peer-Group) behaupten. Spielt ein Spieler über Par, ist er aber gleichzeitig besser als seine unmittelbare Konkurrenz, gewinnt er das Turnier und somit den Peer-Group-Vergleich.⁹

3. Indizes

Indizes sind die am häufigsten verwendeten Benchmarks in der Finanzwelt und zählen daher zu den wichtigsten Vergleichsmaßstäben. Ein Index bzw. Börsenindex entspricht dabei einer errechneten Größe, die sich auf ein bestimmtes und genau definiertes Börsensegment bezieht. So gesehen ist ein Börsenindex kein empirischer, real existierender (physisch-materieller) Marktwert, sondern eine abstrakte und veränderliche konzeptionelle Größe. Typische Börsenindizes sind Wertpapierindizes aus verschiedenen Assetklassen wie z. B. Aktien-, Renten-, Rohstoff-, Waren-, Branchen- oder Währungsindizes sowie im weiteren Sinne allgemeine ökonomische Indizes, die für die Wertentwicklung der börsenmäßig gehandelten Marktgegenstände (z. B. Weltindizes) bedeutend sind.

Standardisierte und individuell konstruierte Benchmarks

Zu den standardisierten Benchmarks gehören Indizes aus den verschiedenen Assetklassen, die relativ leicht konstruierbar sind. Da diese aber in Hinblick auf den Ertrag oder das Risiko oftmals nicht ausreichend diversifiziert sind oder mit den Kundenwünschen nicht übereinstimmen, werden von den Indexanbietern auch individuell zugeschnittene (customized/tailored) Indizes angeboten. Eine einfache Form dieser Gattung ist eine hybride Zusammenstellung aus einem Aktien- und einem Rentenindex.

Die Indexierung kann sich auf verschiedene Teilbereiche oder Aggregations-Ebenen (Assetklassen, Länder, Branchen, Einzelwerte) und damit auf alle Entscheidungs-Ebenen beziehen. In der Regel spielt sie sich jedoch auf der mittleren Aggregations-Ebene ab, also z. B. in Bezug auf einen lokalen Aktien- bzw. Rentenmarkt. Folgende Methoden lassen sich dabei unterscheiden:

1. Total Replication: vollständige Indexreplizierung durch alle Indexwerte in der entsprechenden Gewichtung,
2. Stratified Sampling: Nachbau von Länder-, Währungs-, Laufzeiten- und Branchengewichtungen mit weniger Werten,
3. Optimization: quantitative Optimierungsprogramme auf Einzelwertebene.

Internationale Indexprovider wie MSCI, J.P. Morgan oder Dow Jones STOXX haben bis heute ein kaum zu überblickendes Benchmark-Universum erschaffen, das weiter expandieren wird, solange Portfolios zunehmend individuell gestaltet werden. Alleine MSCI berechnet täglich weit über 10.000 Indizes. Indizes dienen sowohl bei einem langfristigen Investmentengagement, als auch in kurzfristigen Hausse- oder Baissephasen dem Portfoliomanager als Orientierungshilfe. Durch sie lassen sich ständige Vergleiche mit den eigenen und den tatsächlich am Markt erzielbaren Ergebnissen herstellen.

Zum einen kann ein Benchmark-Index als Maßstab für passive Anlagestrategien herangezogen werden, indem eine möglichst detailgetreue Indexreplizierung (Total Replication) angestrebt wird. Zum anderen kann er Ausgangspunkt für eine aktive Mana-

gementstrategie sein, die einen Mehrertrag (Über- bzw. Outperformance) in Relation zur Benchmark anstrebt.¹⁰

Benchmarks als Markt-Anleger- und Performance-Relation

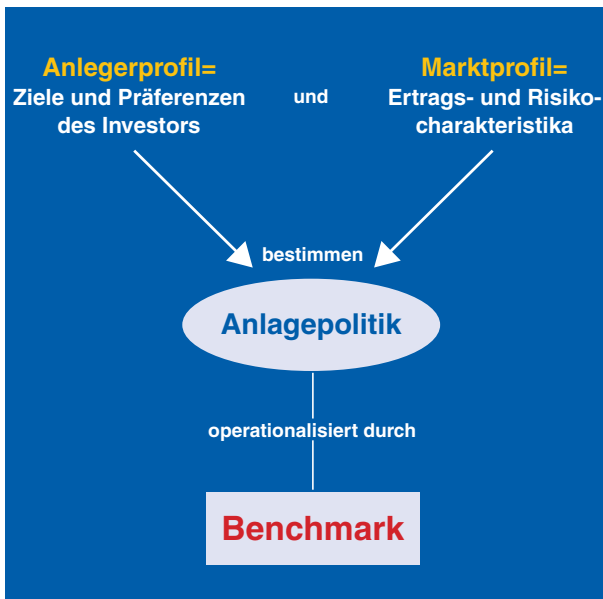
Die verschiedenen Segmente des Kapitalmarkts bieten unterschiedliche Rendite-, Risiko- und Liquiditätsprofile. Mit der Festlegung einer Benchmark bzw. eines Benchmark-Portfolios (eine vorher festgelegte Mischung aus Indizes) durch den Anleger oder einen unabhängigen, ihn beratenden Consultant wird die Verknüpfung zwischen der Markterwartung und den Anlegerzielen erreicht mit dem Ziel, an der künftigen Marktentwicklung (je nach Anlagestrategie) zu partizipieren.

Bei der Wahl einer adäquaten Benchmark müssen dabei folgende Kernaspekte zwischen Anleger und Portfoliomanager kommuniziert werden, um den späteren Erfolg zu garantieren:

1. Die Risikobereitschaft, die ein Anleger bereit ist, in Kauf zu nehmen.
2. Die Ertragsbreite, die mittels Risikoneigung zu erwarten ist.
3. Die Höhe der Anlagesumme, die der Investor bereit ist zu investieren.
4. Der Zeitraum, der für das Investment vorhergesehen ist.

Für ein zu verwaltendes Portfolio zieht der Portfoliomanager in vorheriger Absprache mit dem Investor eine der oben genannten Benchmark-Kategorien heran. Insbesondere ist bei diesem Auswahl-schritt wichtig, dass die dem zu verwaltenden Portfolio zugrunde gelegte Benchmark fair – was die Zusammensetzung des Portfolios in Relation zur Benchmark angeht – und einigermaßen kongruent ist.

Eine notwendige Bedingung für den Erfolg eines benchmarkorientierten Portfoliomanagements ist, dass der Anleger die Benchmark und die damit verbundenen potentiellen Chancen und Risiken für die zukünftige Entwicklung seiner eingesetzten Assets voll akzeptiert.¹¹

Abbildung 1: Herleitung der Benchmark¹²

Risiken bei der Auswahl einer Benchmark

Überblickt man bei der Benchmarkauswahl die oben genannten „Rahmenbedingungen“ wird deutlich, dass Benchmarks als Vergleichs- und Analyseinstrumente eine zunehmend wichtige Rolle bei Anlageentscheidungen zukommt. Dennoch verbergen sich hinter ihr auch Risiken, denen Beachtung geschenkt werden muss, um Fehler bei einer möglichst optimalen Auswahl zu vermeiden.

Die Entscheidung zur Indexierung (Indexreplizierung) hat sich in der Praxis als eine wichtige Erscheinungsform des passiven Portfoliomanagements erwiesen. Ausschlaggebend hierfür ist vor allem die Tatsache, dass Benchmarks in aller Regel durch Indizes formuliert werden. Dabei geht man implizit davon aus, dass es sich bei dem nachgebildeten Index um ein geeignetes, sich am Markt orientierendes Portfoliosurrogat bzw. um ein effizientes Benchmark-Portfolio handelt. Trifft dies zu, so macht es keinen Sinn, im Rahmen eines aktiven Portfoliomanagements von der gegebenen Indexstruktur abzuweichen. Einige real existierende Marktindizes (z.B. der DAX 30) dürften jedoch aufgrund ihrer geringen Diversifizierung und der relativ starren Gewichtung der Indexwerte nur im Ausnahmefall effizient sein.

Schwierigkeiten tauchen immer dann auf, wenn die vollständige Indexierung aus Gründen des Zeit- und Kostenaufwandes, der Größe des Portfolios oder rechtlicher Restriktionen nicht mehr durchführbar ist. Die Transaktionskosten spielen bei der Angleichung des Portfolios an einen Benchmark-Index eine erhebliche Rolle. Um ein Portfolio möglichst nah an eine Benchmark anzugleichen, können je nach Diversifizierungsgrad der Benchmark erhöhte Anschaffungskosten entstehen, die zu Lasten der Performance gehen. Selbst minimale Indexveränderungen müssten durch entsprechende Transaktionen kompensiert werden.

Eine weitere Einschränkung offenbart das Investmentgesetz, dem deutsche Investmentgesellschaften unterliegen. Hiernach darf der Anteil der Papiere eines börsennotierten Emittenten maximal bis zu 10% des Sondervermögens betragen.¹³

Wir halten aus den genannten Gründen ein aktives und nach vorne gerichtetes (marktorientiertes) Portfoliomanagement für die wirksamste Methode, risikoadjustiert einen Mehrwert für Anleger zu erzielen.

Tabelle 1: Wichtige Rentenmarktindizes

Anleihen weltweit	J.P. Morgan World Government Bond Index Citigroup World Government Bond Index Salomon World Government Bond Index Lehman Global Aggregate Index Merrill Lynch Global Bond Index
Anleihen USA	Lehman US Aggregate Bond Index Merrill Lynch US Government Index
Anleihen Euroland/Europa	J.P. Morgan EMU Government Bond Index Citigroup EuroBIG Lehman Euro Aggregate Index Merrill Lynch EMU Broad Market
Anleihen Deutschland	Deutsche Börse iBoxx-Familie PEX/PEX-P, REX/REX-P, JEX/JEX-P J.P. Morgan German Governmental Bond Index
High Yield Indizes	Lehman Brothers Global High Yield Index Citigroup High Yield Index Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index

In der Barwertsteuerung gebräuchli- che Indizes

Benchmark-Indizes bilden als Vergleichsmaßstäbe die Grundlage für die Betrachtung des Rendite-/ Risikoverhältnisses eines Kreditinstituts. Daher sollen an dieser Stelle einige der gängigen Indizes näher beleuchtet, sowie ihr Aufbau und die Konstruktion kurz erläutert werden. Aus Praktikabilitätsgründen beschränken wir uns dabei auf die hinlänglich bekannten und verwendeten Indizes wie den REX-P, den PEX-P und einen gleitenden 10 Jahres-Renditedurchschnitt.

Ein Großteil von Rentenindizes basiert auf einem Portfolio von Anleihen, die, gewichtet mit ihrer Marktkapitalisierung, in den Index einfließen.¹⁴ Bei der Indexkonstruktion wird der gewichtete Durchschnittskurs eines synthetischen oder eines realen Rentenportfolios durch ein bestimmtes festgelegtes Verfahren errechnet. Synthetische Anleihen ermöglichen einen Renditevergleich unterschiedlicher und komplexer Anleihen. Zu diesem Zweck werden die Kuponzahlungen, Laufzeiten

und Renditen so umgerechnet, dass die Anleihen zum Basiszeitpunkt den gleichen Wert aufweisen.¹⁵

Ein weiteres Unterscheidungskriterium von (Renten-)Indizes ist die Einteilung in Preis- und Performanceindizes. Der Preisindex erfasst ausschließlich die Kursentwicklung der im Index gelisteten Papiere, wohingegen der Performanceindex neben den Kursänderungen auch die Zinserträge berücksichtigt. Er drückt damit die Gesamterträge der dem Index zugrunde liegenden festverzinslichen Wertpapiere aus. Ein solcher Index verfolgt auf diese Weise die Wertentwicklung eines hypothetischen Portfolios, aus dem weder Geld abgezogen noch neues Geld investiert wird. Performanceindizes werden aufgrund ihrer Eigenschaften daher bevorzugt als Benchmarks herangezogen.¹⁶

Ob sich diese Indizes auch als angemessene Vergleichsinstrumente im Kontext der Barwertsteuerung eignen, werden wir anhand der indexspezifischen Merkmale überprüfen.

REX/REX-P

Der REX (deutscher Rentenindex) bildet einen repräsentativen Ausschnitt des Marktes für deutsche Staatsanleihen mit identischer Bonität ab. Er beinhaltet alle Anleihen, Obligationen und Schatzanweisungen der Bundesrepublik Deutschland mit fester Verzinsung und einer Restlaufzeit zwischen 0,5 und 10,5 Jahren. Aus dem REX wird die durchschnittliche Umlaufrendite öffentlicher Anleihen abgeleitet. Er ist damit ein Indikator für das Renditeniveau in Deutschland. Die Basis des REX bilden 30 idealtypische Anleihen mit ganzzahligen Laufzeiten von 1 bis 10 Jahren und je drei Kupontypen von 6%, 7,5% und 9%. Die Laufzeiten werden mit Hilfe einer Zinsstrukturanalyse der Zinszyklen seit 1969 gewichtet. Der REX kann somit als eine Anleihe mit einem aktuellen Kupon von 7,443% und einer Restlaufzeit von 5,49 Jahren betrachtet werden (bei Durchschnittskurs 100).¹⁷

Der Performance-Index REX-P misst den gesamten Anlageerfolg am deutschen Anleihemarkt, indem er Preisänderungen und Zinserlöse erfasst. Man kann ihn damit auch in die Klasse der Total Return Indizes einordnen. Durch die Erfassung des Umsatzvolumens und der Berechnung der Laufzeitbereiche, kann eine Indikatorfunktion für den deutschen Rentenmarkt angenommen werden.¹⁸

PEX/PEX-P

Trotz der Tatsache, dass der PEX (deutscher Pfandbriefindex) seit dem 1. November 2001 nicht mehr von der Internetseite der Deutschen Börse aufrufbar ist, stellt er weiterhin einen viel verwendeten Index und Vergleichmaßstab in der Landschaft deutscher Anleihen dar.

Der PEX weist analog zum REX eine identische Indexkonstruktion in Bezug auf die Kuponhöhe, die Laufzeitstruktur und die Restlaufzeiten auf. Der wesentliche Unterschied liegt darin, dass er nicht aus Staatsanleihen, sondern aus 30 idealtypischen Pfandbriefen zusammengestellt ist.

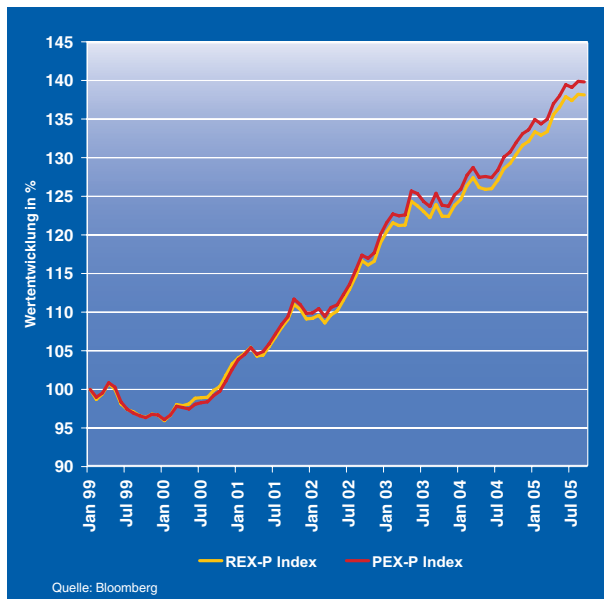
Der Performanceindex PEX-P errechnet sich aus den Briefrenditen, zu denen die Pfandbriefemittenten bereit gewesen wären, Pfandbriefe zu verkaufen. Zur Berechnung des Index stellen etwa 40 der 50 Pfandbriefemittenten Daten zur Verfügung.¹⁹

Gleitende Durchschnitte

Ein sehr einfacher Vergleichsmaßstab, der vornehmlich bei der Zinsbuchsteuerung verwendet wird, ist ein gleitender 10-Jahres-Durchschnitt. Darin wird das Zinsbuchkapital in zehn gleich große Teile separiert. Der erste Teil wird zu dem 10-Jahreszins vor 9 Jahren mit einer Restlaufzeit von 1 Jahr angelegt, der zweite Teil zu dem 10-Jahreszins vor 8 Jahren mit einer Restlaufzeit von 2 Jahren usw.. Der letzte Teil wird schließlich zum aktuellen 10-Jahreszins mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren angelegt. Um die Benchmark als Maßstab verwenden zu können, müssten 10-jährige Anleihen mit den oben genannten Restlaufzeiten gekauft und dagegen verglichen werden. Bei der Benchmark Gleitend-10-Jahre handelt es sich also um nichts anderes, als um eine Investition in ein historisches Portfolio.²⁰

Eine „gleitende Benchmark“ stellt eine Trendfolge her, die eine vergangene Wertentwicklung (Zinsentwicklung) reflektiert und als Maßstab für die künftige Wertentwicklung herangezogen werden kann. Anhand der vorgegebenen strategischen Ausrichtung einer Bank werden die eingegangenen Risiken, wenn man diese auf einen Graphen mit Rendite-/Risikoverhältnis einträgt, sichtbar und können mit der 10-Jahres-Benchmark verglichen werden. Daraus lässt sich erkennen, ob eine Bank ein – dem Durchschnitt nach – zu hohes Risiko gewählt hat, um eine Rendite zu erzielen, die sie auch mit einem geringen Risiko hätte erreichen können.

Abbildung 2: Benchmarkvergleich REX-P und PEX-P



Schwierigkeiten bei der Verwendung marktferner Benchmarkindizes

Trotz ihrer Popularität offenbaren die aufgeführten Indizes eine Reihe von Schwachstellen im Hinblick auf eine effiziente Benchmark-Konstruktion. Wir wollen an dieser Stelle diese Defizite kurz aufzählen, um zu verdeutlichen, warum die Suche nach Alternativen sinnvoll sein kann.

- ◆ Indizes wie der REX-P oder der PEX-P bestehen aus nicht gehandelten Anleihen, d. h. sie sind synthetisch konstruiert. Eine Index-Replizierung ist nicht möglich.
- ◆ Der REX-P und der PEX-P reagieren empfindlich auf die Renditeentwicklung nicht nur zum Beginn, sondern insbesondere im Zeitablauf.²¹ Synthetische Indizes haben also hinsichtlich der Renditeentwicklung keine erkennbaren Vorteile gegenüber realen Indizes.
- ◆ Die Laufzeitbegrenzungen der Rententitel werden durch synthetische Indizes nicht berücksichtigt. Daher werden Kursgewinne und -verluste täglich realisiert. Auslaufende Papiere müssten in einem Realportfolio nachgekauft werden und verursachen Kosten. Diese Umsätze gehen zu Lasten der Performance, so dass ein synthetischer Benchmarkindex in der Regel nicht geschlagen werden kann.

- ◆ Die geringe Anzahl der Anleihen, d.h. der geringe Diversifikationsgrad, sowie die genormte Kuponhöhe der synthetischen Indizes repräsentieren nicht das zugrunde liegende Marktsegment. Darüber hinaus sind die gelisteten Emissionstitel nicht am Markt erhältlich.²²
- ◆ Das Rating bei synthetischen Indizes entspricht nicht der Marktrealität.
- ◆ Gleitende Durchschnitte sind äußerst intransparent. Man kann als Außenstehender keine Schlüsse über die Performance ziehen, da nicht ersichtlich wird, aus welchen Bestandteilen ein solcher Index konstruiert ist.
- ◆ Anleihezinsen sind volatil und ex ante nicht immer prognostizierbar. Eine historische Zinsentwicklung, wie sie durch einen gleitenden Durchschnitt geglättet dargestellt wird, muss nicht zwingend einer zukünftigen Zinsentwicklung entsprechen. Beispielweise kann eine längerfristige Niedrigzinsphase gleitende Durchschnitte in ihrer Funktion in Frage stellen.

REX-P, PEX-P, Gleitende Durchschnitte – ja oder nein?

Das Hauptmerkmal eines realen Rentenindizes ist, dass er aus handelbaren Rentenpapieren besteht. Durch Sprünge in den Laufzeiten und Kupons ergeben sich unterschiedliche Probleme bei der Konstruktion eines Rentenindizes. Für Anleger, die einen realen Marktindex nachbilden wollen, ist dies zwar möglich, aber aufgrund der häufigen Anpassungen aufgrund von Fälligkeiten mit hohen Transaktionskosten verbunden. Dies ist auch ein Grund dafür, dass sich eine Reihe von synthetischen Indizes wie REX und PEX etabliert haben, die den Vorteil einer konstanten Restlaufzeit mit einem konstanten Kupon besitzen. Nachteilig für den Anleger ist jedoch, dass diese Indizes in der Realität nicht eins zu eins nachgebildet werden können. Auch gleitende Durchschnitte erfüllen nicht die nötigen Benchmark-Anforderungen. Sie sind ein Konstrukt historischer Trends und eignen sich nur eingeschränkt als Vergleichsmaßstab.

Aufgrund dieser genannten Nachteile und der damit verbundenen Probleme sind sowohl synthetische Indizes als auch gleitende Durchschnitte nur bedingt als Benchmark geeignet.

Auswahl einer Benchmark in der Barwertsteuerung

Die Wahl einer adäquaten Benchmark ist Grundvoraussetzung für die Risiko-/Renditesteuerung eines Kreditinstituts. Deshalb sollte eine Benchmark herangezogen werden, die mit einem Bankportfolio vergleichbar ist. Die Bilanz einer Bank besteht neben dem Depot A, welches sich aus Staatsanleihen, Pfandbriefen oder anderen erstklassigen Krediten zusammensetzt, auch aus Krediten, die nicht den Rating-Anforderungen einer synthetischen Benchmark wie dem REX-P entsprechen. Deshalb kann es Sinn machen, das bankeigene Portfolio an einer Benchmark auszurichten, die durch dieselben oder ähnliche Emissionstitel repräsentiert wird.

Vor diesem Hintergrund wollen wir an dieser Stelle Alternativ-Benchmarks zu REX-P und PEX-P vorstellen, die eher eine Bilanz der meisten Anleger repräsentieren.

Die möglichen Benchmark-Alternativen

A) Citigroup EuroBIG Index

Der Citigroup EuroBIG Index wurde im Januar 1999 ins Leben gerufen. Das Anlageuniversum erstreckt sich auf in Euro dominierte Anleihen mit einem fixen Kupon und einer Laufzeit von mindestens einem Jahr. Im Detail fallen darunter alle Sektoren festverzinslicher Wertpapiere mit hoher Bonitätsausstattung (Investment-Grade Niveau), die für Investoren jederzeit am Markt erwerbbar sind. Insgesamt sind über 1500 Emissionstitel im Index gelistet. Die durchschnittliche Kuponhöhe beträgt per 30.09.05 ca. 4,65% für Euroland Renten anleihen mit einer Duration von gut 5,82 Jahren. Der Citigroup EuroBIG Index unterscheidet nach fünf Ratingklassen (nach S&P: AAA/AA, AAA, AA, A, BBB) und sechs Laufzeitbändern sowie nach drei Anlagesegmenten: Staatsanleihen/Regionalanleihen, Nebenwerte (Pfandbriefe, Asset Backed Securities) und Unternehmensanleihen. Der Marktwert aller Wertpapiere zusammen ergibt eine Summe von über 5 Billionen Euro und bildet damit fast den gesamten europäischen Rentenmarkt ab.²³

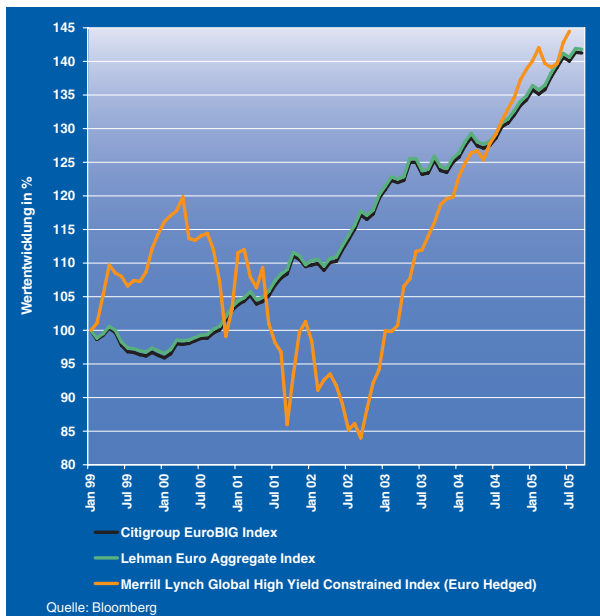
B) Lehman Brothers Euro-Aggregate Index

Der Lehman Brothers Euro-Aggregate Index ist ähnlich konstruiert wie der Citigroup EuroBIG. Er differenziert fünf Laufzeitbänder, vier Ratings (nach Moody's: Aaa, Aa, A, Baa) und drei übergeordnete Anlagesegmente. Darüber hinaus sind drei Subindizes vertreten. Das Anlageuniversum des Indexes umfasst vornehmlich europäische Rententitel mit einem festen Kuponwert und einer Laufzeit von einem Jahr und mehr. Die festverzinslichen Wertpapiere (Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Pfandbriefe, Jumbo-Pfandbriefe, Asset Backed und Mortgage Backed Securities) haben durchweg ein Rating besser als Baa und liegen somit innerhalb des Investment-Grade Niveaus. Die insgesamt über 2500 verschiedenen Emissionstitel des Indexes sind am Markt erwerbbar und besitzen zusammengekommen einen Marktwert von über 5,6 Billionen Euro.²⁴

High Yield Indizes als Benchmark

High Yield Indizes werden immer wieder als Benchmark-Beimischung herangezogen. High Yield Indizes setzen sich durchweg aus spekulativen Unternehmensanleihen zusammen, die mit einer geringen Bonität im Non-Investment-Grade-Niveau (nach S&P zwischen BB+ und CCC-) liegen und damit ein relativ hohes Risiko gegenüber Staatsanleihen aufweisen. Einer der bekanntesten High Yield Indizes ist der Merrill Lynch Global High Yield Contrained Index (Euro Hedged). Dieser Index setzt sich beispielsweise aus 160 Euroland-Emittenten zusammen. Seine Kuponhöhe liegt in einer Spanne von 4,125% bis 12,5%. Die Restlaufzeit der Anleihen beträgt zwischen einem und 21 Jahren.²⁵

Abbildung 3: Performancevergleich alternativer Benchmark-Indizes



Schlussfolgerung

Im Gegensatz zum REX-P oder PEX-P handelt es sich beim Citigroup EuroBIG und dem Lehman Euro-Aggregate Index um real existierende und am Markt verfügbare Indizes.

Der Citigroup EuroBIG Index sowie der Lehman Brothers Euro-Aggregate Index erfüllen beide alle notwendigen Kriterien von Benchmark-Indizes wie Marktnähe, Transparenz und Replizierbarkeit. Eine Beimischung von High Yield Anleihen würde sich darüber hinaus anbieten, um den Markt in seiner vollen Breite abzubilden. Gerade High Yield Anleihen könnten einem risikoadjustierten Portfolio zusätzliche Performance bieten.

Durch die Bildung von Subindizes nach Laufzeitbändern und Ratingklassen sowie Branchenklassifikationen wird mit der verbesserten Konstruktion dieser Indizes auch zunehmend den Bedürfnissen der Investoren nach einer detaillierteren Betrachtung des Anleihemarktes Rechnung getragen. Durch ein höheres Transparenzniveau wird eine objektivere Einschätzung der Indizes möglich.

Diese Indizes offenbaren durch ihre Überschaubarkeit zusätzliches Anlegervertrauen und sind unserer Meinung nach als Benchmarks auch im Kontext der barwertigen Zinsbuchsteuerung den synthetischen Indizes oder gleitenden Durchschnitts vorzuziehen.

In Hinblick auf die Renditeentwicklung setzen sich, wie in der folgenden Abbildung zu sehen ist, die genannten Alternativ-Benchmarks im Vergleichszeitraum vom 1. Januar 1999 bis zum 30. September 2005 gegen REX-P und PEX-P durch.

Abbildung 4: Benchmark-Indizes



Zusammenfassung

Mit der Barwertsteuerung ist institutionellen Anlegern ein modernes Instrument an die Hand gegeben worden, mit der sie Auswirkungen von beabsichtigten Maßnahmen überprüfen können. Auf ihre Eigenanlagen übersetzt bedeutet dies: Verkauft ein Anleger ein zehnjähriges Papier, weil die Renditen die letzten Jahre kontinuierlich gesunken sind, er für die Zukunft wieder einen Renditeanstieg erwartet und seine unrealisierten Gewinne sichern möchte, erhält er mittels der Barwertsteuerung ein Abbild seiner Bilanz, wie sich diese aufgrund der Maßnahme in den Folgejahren entwickelt. Dabei können unterschiedliche Szenarien simuliert werden, wie eine Parallelverschiebung der Zinsen nach oben wie nach unten oder aber auch inverse Zinskurven. Mittels der Barwertsteuerung ist also eine Simulation aller geplanten Maßnahmen eines institutionellen Anlegers durchführbar. Vor diesem Hintergrund muss sich jeder Anleger der Frage stellen, ob er es sich zutraut, eine Prognose über die Entwicklung der Zinsen in der Zukunft zu wagen oder nicht. Diese Entscheidung ist eine wichtige Grundlage dafür, ob man sich für ein aktives, passives oder für ein semi-aktives Management entscheidet. Ein weiteres wesentliches Kriterium ist die Risikotragfähigkeit des Anlegers. Hier ist die entscheidende Frage, ob sich der Anleger ein passives Management überhaupt leisten kann, denn trotz aller Vorteile einer passiven Strategie, stellt sich für die meisten institutionellen Anleger immer noch der 31.12. eines jeden Jahres als ein Zeitpunkt dar, zu dem er seinen Jahreserfolg hin ausweist. So ist es möglich, dass der Anleger zwar einen tollen Barwert ausweist, aber bilanztechnisch seine GuV (Gewinn- und Verlustrechnung) mit Verlust abschließen muss.

Hat sich der Anleger für einen Managementstil entschieden, so sollte er sich auch einen Vergleichsmaßstab suchen, um die Effizienz seiner Investments zu überprüfen. Dabei ist es unwesentlich, ob er sich für einen aktiven oder passiven Managementstil entschieden hat. Wichtig ist vor allem, mit welcher Vergleichsgröße er seine Anlagen vergleicht. So stellen die häufig benutzten Benchmarks wie der REX-P oder der PEX-P nicht die tatsächliche Bilanzzusammensetzung der meisten institutionellen Kunden dar. Daher sollte der Wahl einer Benchmark besonderes Augenmerk gewidmet werden. In der vorliegenden Publikation haben wir ver-

sucht, Alternativen aufzuzeigen. Die dabei genannten Benchmarks Citigroup EuroBIG und Lehman Euro Aggregate bilden aus unserer Sicht eher die Bilanz eines institutionellen Anlegers ab als es durch die bisherigen Standard-Benchmarks möglich ist. Auch vor dem Hintergrund der Diversifikation in einem Anlageportfolio, kann es nicht zielführend sein, dieses mit einer Benchmark zu vergleichen, die nur einen kleinen Ausschnitt des Anlageuniversums abbildet. Ob und wenn ja welche Benchmark geeignet für den jeweiligen Anleger ist, muss dieser jeweils für sich entscheiden. So kann neben einer einzelnen Benchmark auch eine Mischung aus mehreren Indizes zielführend sein.

Um die Barwertsteuerung erfolgreich bewältigen zu können, sind Benchmarks eine gute Grundlage, um risikoadjustiert eine Bilanz zu managen. Welchen Managementstil man dabei verfolgt, liegt ganz im Bereich der persönlichen Präferenzen des Anlegers. Ist man aber mit den Ergebnissen einer reinen Indexierungsstrategie nicht zufrieden, so muss neben der Wahl der Benchmark unter Umständen auch die Wahl des Anlagestils überprüft werden.

Verfasser: Tobias Vogt
Björn Bahlmann
Tel.: 069 / 50606 - 142

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ Vgl. Bathel, Hans-Ulrich (2001): Ansätze zur integrierten Betrachtung von Zins- und Bönitätsänderungsrisiken, S. 8, in: Eller, Roland/Gruber, Walter/Reif, Markus (Hrsg.): Handbuch Gesamtbanksteuerung: Integration von Markt-, Kredit- und operationalen Risiken, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 3-24
- ² Vgl. Flesch, Johann Rudolf/Gerdsmeier, Stefan/Lichtenberg, Michael (1995): Das Barwertkonzept in der Unternehmenssteuerung, S. 270 ff., in: Schierenbeck, Henner/Moser, Hubertus (Hrsg.): Handbuch Bankcontrolling, Wiesbaden: Gabler Verlag, S. 267-284
- ³ Vgl. Welp, Norbert/Krämer, Werner (2002): Hintergrund: Die Bedeutung der Risikotragfähigkeit, Frankfurt am Main: Lazard Asset Management, S. 4
- ⁴ Vgl. Schwaiger, Walter S. A. (2001): Integration von Markt- und Kreditrisiken in der Risikorechnung, S. 39 ff., in: Eller, Roland/Gruber, Walter/Reif, Markus (Hrsg.): Handbuch Gesamtbanksteuerung: Integration von Markt-, Kredit- und operationalen Risiken, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 25-80
- ⁵ Vgl. Eller, Roland/Gruber, Walter/Reif, Markus (2002): Risikomanagement und Risikocontrolling im modernen Treasury-Management, Stuttgart: Deutscher Sparkassen Verlag, S. 47
- ⁶ Vgl. Schmidt, Frank (2000): Strategisches Benchmarking: Gestaltungskonzeptionen aus der Markt- und der Ressourcenperspektive, Lohmar/Köln: Josef Eul Verlag, S. 2 f.
- ⁷ Vgl. Sharpe, William F. (1992): Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement, S. 16, in: Journal of Portfolio Management, 18. Jg., Winter 1992, S. 7-19
- ⁸ Vgl. van de Weyer, Markus/Krämer, Werner (2004): Standpunkt: Europäisches Rentenmanagement und Absolute Return, Frankfurt am Main: Lazard Asset Management
- ⁹ Vgl. Israelsen, Craig L. (2003): Benchmark Bingo, S. 89, in: Financial Planning, July 2003, S. 89-93
- ¹⁰ Vgl. Krämer, Werner (2004): Hintergrund: Kapitalanlage und Benchmark, Frankfurt am Main: Lazard Asset Management
Vgl. Welp, Norbert (2001): Investment Perspektive: Die Bedeutung der Benchmark für den Anlageerfolg, Frankfurt am Main: Lazard Asset Management
- ¹¹ Vgl. Garz, Hendrik/Günther, Stefan/Moriabadi, Cyrus (1998): Portfolio-Management: Theorie und Anwendung, Frankfurt am Main: Bankakademie-Verlag, 2. veränderte Auflage, S. 121
- ¹² Günther, Stefan (2002): Praktische Bedeutung und professioneller Einsatz von Benchmarkportfolios, S. 243, in: Kleeberg, Jochen M./Rehkugler, Heinz (Hrsg.): Handbuch Portfoliomanagement: Strukturierte Ansätze für ein modernes Wertpapiermanagement, Bad Soden: Uhlenbruch Verlag, S. 225-252
- ¹³ Vgl. Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, KAAG § 8 (2)
- ¹⁴ Vgl. Deutscher Investment Trust (Hrsg.) (2004): Rentenbenchmarks: Alles andere als Langweiler, Asset Allocation, Dezember 2004, Frankfurt am Main, S. 4
- ¹⁵ Vgl. Deutsche Börse Group (Hrsg.) (2004): REX und REXP: Kurzinformation, Juli 2004, S. 2
Vgl. Deutsche Börse Group (Hrsg.) (2003): PEX und PEXP, Mai 2003, S.2
- ¹⁶ Vgl. Steiner, Manfred/Bruns, Christoph (2000): Wertpapiermanagement, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 7. Auflage, S. 72
- ¹⁷ Deutsche Börse Group (Hrsg.) (2004): Leitfaden zu den REX-Indizes, Version 3.9, November 2004, S. 4 ff.
- ¹⁸ Geppert, Frank/Hübner, Roland (1999): Korrelation oder Kointegration: Eignung für Portfoliostrategien am Beispiel verbrieftter Immobilienanlagen, Statistische Diskussionsbeiträge Nr. 15, Potsdam: Universität Potsdam, S. 22-23
- ¹⁹ Deutsche Börse Group (Hrsg.) (2003): PEX und PEXP, Mai 2003, S. 2
- ²⁰ Vgl. Hager, Peter (2003): Definition von Benchmarks und Ableitung ihrer Cash Flows, Paper, www.zinsrisiko.info
- ²¹ Vgl. Schneeweis, Annette (1999): Indizes für den europäischen Renten- und Pfandbriefmarkt, S. 70, in: Verband deutscher Hypothekenbanken (Hrsg.): Der Pfandbrief: Fakten und Daten über Europas größten Bondmarkt, Frankfurt am Main: Verband deutscher Hypothekenbanken, S. 65-72
- ²² Vgl. Schneeweis, Annette (2001): Indizes für den europäischen Renten- und Pfandbriefmarkt, S. 732, in: Hummel, Detlev (Hrsg.): Handbuch europäischer Kapitalmarkt, Wiesbaden: Gabler Verlag, S. 721-734
- ²³ Vgl. Citigroup (Hrsg.) (2005): Citigroup Global Fixed-Income Catalog – 2005 Edition – Excerpt: EuroBIG Index, 26. Mai 2005, S. 11
- ²⁴ Lehman Brothers (Hrsg.) (2003): The Lehman Brothers Euro-Aggregate Index, European Fixed Income Research, April 2003, S. 3 ff.
- ²⁵ Bloomberg (2005): Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index (Euro Hedged), Description Page

Weitere Lazard Publikationen

Investment Perspektive IV/2004

- Demografie
- Rabattschlacht in Deutschland

Standpunkt Dezember 2004

„Gebühren im Asset Management – Spiegeln Spiegeln an der Wand“

Investment Perspektive I/2005

- USA 2005 – Creativity Crisis
- Displays – Größer, flacher, besser

Hintergrund Februar 2005

„Value at Risk und Stresstests in Banken und Versicherungen“

Investment Perspektive II/2005

„Offshoring als Variante des Outsourcings“

Standpunkt April 2005

„Private Equity als Alternative Assetklasse“

Standpunkt Mai 2005

„Der Spezialfonds – no future?“

Hintergrund Juni 2005

„Der Bondholder Value als Bestimmungsfaktor der Unternehmensbewertung“

Investment Perspektive III/2005

- Feiertage – Wem die Stunde schlägt
- Asien – A never ending story

Hintergrund August 2005

„Shareholder Value in der Sackgasse?“

Standpunkt September 2005

„Asset Backed Securities für die öffentliche Hand in Deutschland“

Hintergrund Oktober 2005

„Bonds, Bubbles und andere Ungereimtheiten“

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

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