

SIGLO Timeout Nr. 102 – Anlageziele und Benchmarks

Einleitung

Wir werden seit Jahren mit Fragen nach sinnvollen Renditeerwartungen und geeigneten Benchmarks konfrontiert, insbesondere für zahlreiche alternative Anlageklassen aber auch generell. Diese Fragen sind nachvollziehbar und sinnvoll, weshalb wir im Timeout unsere Antworten und Überlegungen mit unseren Lesern teilen.

Anlageziele

Der Formulierung von Zielen sind im Prinzip keine Grenzen gesetzt. Dennoch würden sich wohl alle Anleger darauf einigen, dass eine adäquate absolute Rendite netto in CHF ein sinnvolles Ziel für jede Anlage darstellt. Je höher ihr Risiko und je geringer ihr Diversifikationsbeitrag im Portfoliokontext, desto höher normalerweise die geforderte absolute Rendite. Um der ungewissen Entwicklung von Zinsen Rechnung zu tragen, wird eine solche Zielgrösse oft im «Libor-Plus» Format ausgedrückt. Z.B. für Syndicated Loan oder ILS-Anlagen als Libor +3 bis 4%.

Libor-Plus-Ziele sind per Definition statisch, konstant und ab einer gewissen Zeit exponentiell wachsend (dank Zinseszinsseffekten) weshalb für uns Rendite-Risiko-Vergleiche oder Korrelationsanalysen sinnlos sind, da das Ergebnis statistisch bereits im Voraus feststeht. Die Korrelation mit allen anderen Anlagen wird Null betragen (jede andere Zahl ist purer Zufall und der Betrachtungsperiode geschuldet) und das Sharpe Ratio wird stur gegen unendlich streben.

Man könnte seine Anlageziele auch anders definieren; z.B indem man danach strebt, eine oder mehrere bestimmte Risikoprämien effizient und günstig abzuschöpfen. Das wird in unserer Erfahrung aber in der Praxis fast nie so formuliert.

Benchmarks

Benchmarks stellen hingegen nach unserem Verständnis Vergleichsgrössen dar, um die Leistung, d.h. meist die erzielte Performance, eines Managers oder Fonds zu vergleichen. Sie dienen deshalb als relative Masse. In den meisten Fällen werden populäre Marktindizes als Benchmarks definiert. Weshalb wir das als wichtig empfinden und wo die Tücken der

Praxis liegen, haben wir bereits in früheren SIGLO Timeouts ausführlich erörtert, z.B. in den Nummern 6, 26, 30 oder 59.

Teilweise wird nicht nur die erzielte Rendite, sondern auch die Streuung der monatlichen Renditen eines Anlageprodukts mit seinem Benchmark verglichen, um herauszufinden, ob ein Produkt in etwa die gleichen Risiken einging und sich renditemässig ähnlich entwickelte wie der Benchmark. Im Unterschied zu Renditezielen, sind Benchmarks nicht statisch, sondern – wie jede Anlage – abhängig vom Marktumfeld und davon, wie hoch die erzielbare Risikoprämie in der Periode war.

Wenn es dem Manager oder Anleger gelingt, besser abzuschneiden als einem sinnvoll gewählten Benchmark, hat er grundsätzlich in dieser Periode nicht alles falsch gemacht. Ob er damit aber das langfristige Libor-Plus-Ziel erreicht hat, ist eine ganz andere Frage.

Praxisbeispiele

Es gibt gute Gründe, weshalb Anleger sowohl Libor-Plus-Ziele als auch Benchmarks definieren und kommunizieren. Problematisch wird es aber in unseren Augen, wenn man die zwei Masse verwechselt bzw. nicht adäquat einsetzt. Das führt häufig zu Enttäuschungen und Missverständnissen. Ein Libor-Plus-Ziel kann Preisschwankungsrisiko nicht erfassen oder abbilden, weshalb es für eine kurz- und mittelfristige und aussagekräftige Leistungsbeurteilung nicht taugt. Als langfristiges Ziel macht es aber Sinn, weil man sich die ganze Mühe mit alternativen Anlagen sparen kann, wenn man nicht glaubt, dass sie langfristig positive und attraktive Rendite abwerfen und gleichzeitig das Portfolio sinnvoll ergänzen.

Anhand simpler Beispiele skizzieren wir nun Probleme, die wir in der Praxis beobachten:

Markteffizienz zwischen Anlageklassen

Statische Libor-Plus-Ziele als Benchmarks für alternative Anlagen sind ein Quell von Ärger, nicht nur für Anleger, sondern auch für uns. Natürlich wäre es nett, wenn wir noch Anlageklassen fänden, die uns sichere und hohe Renditen ohne Preisschwankungsrisiko garantieren. Doch wer auch nur ein Fünkchen Wahrheit in der Effizienzmarkthypothese vermutet, dürfte rasch einsehen, dass es diese Anlageklasse in der realen Welt nicht geben kann. Wenn Billionen an institutionellem Geld nach dieser Super-Anlageklasse suchen und sich im Wettbewerb um Allokationen streiten, werden Angebot und Nachfrage die noch erzielbare Rendite in nullkommaplötzlich auf ein Niveau herunter bringen, das nahe bei den meisten anderen Anlageklassen liegt.

Risikoprämie versus sicherer Ertrag

Weiter liegt für uns das Ziel von alternativen Anlagen vor allem darin, fundamental unabhängige Risikoprämien anzuzapfen, welche sich nicht bereits über traditionelle Anlagen abschöpfen lassen. Der Begriff Risikoprämie impliziert, dass die Abschöpfung der Prämie nicht garantiert ist und über die Zeit variiert. Schwache Perioden gehören einfach dazu. Ansonsten müsste der Anlageertrag nur noch risikolose Prämie heissen. So verhalten sich leider die Libor-Plus-Ziele, denn sie kommen gänzlich ohne Erklärung aus, woher ihre stabile Rendite eigentlich herkommt und welche Risiken sie entschädigt. Der Nobelpreisträger William Sharpe forderte bereits vor Jahren zu Recht von Benchmarks, dass sie praktisch investierbar bzw. replizierbar sind. Libor-Plus-Ziele erfüllen dieses Gebot nicht.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

Alpha vs. Beta

Befürworter von Libor-Plus-Benchmarks bei alternativen Anlagen führen ins Feld, dass diese Fonds ja keine Risikoprämie anzapfen, sondern pures Alpha abliefern und deshalb am besten gar keine oder wenn dann nur Libor-Plus-Benchmarks zu verwenden seien. Ein Schelm, wer dabei Böses denkt...und wohl ein Träumer, wer's nicht tut. In diesem Zusammenhang betonen wir, dass bereits heute zahlreiche Zeitreihen öffentlich zur Verfügung stehen, welche gewisse Risiko- oder Faktorprämien aus der alternativen Welt abzubilden versuchen. Dies erlaubt Anlegern, spezifische Benchmarks zu berechnen, die besser auf ihre Anlage zugeschnitten sind als herkömmliche Aktien- oder Anleihenindizes.

Illiquidität ist keine Ausrede

Vertreter illiquider Anlageklassen empfehlen teilweise auch Libor-Plus-Benchmarks unter dem Vorwand, dass wegen fehlender Marktpreise ja kein guter Benchmark zur Verfügung stehe. Dabei wird nicht unbewusst ignoriert, dass neben Instrumenten-basierten Indizes z.B für Aktien, Anleihen oder Loans, auch unzählige Peergruppenvergleiche existieren, die als Benchmarks herangezogen werden. Gerade bei ILS, Hedge Funds, Private Equity oder Private Debt müssten sich die Anleger doch dafür interessieren, ob der ausgewählte Fonds besser rentiert als seine Konkurrenzprodukte, welche zur Auswahl standen. Auch das ist mit Libor-Plus-Zielen unmöglich. Ziele zu formulieren, ist gut, aber um die Leistung von Managern zu beurteilen, sind geeignete Benchmarks in unseren Augen unabdingbar.

