

SIGLO Timeout Nr. 6

Die aktive Auswahl passiver Benchmarks

Summary

Der seit den 70er Jahren andauernde Disput, ob aktive oder passive Anlageformen die besseren Ergebnisse erzielen, konnte bis heute weder in der Praxis noch in der Akademie eindeutig entschieden werden. Einige aktive Manager liefern eine Zusatzrendite nach Kosten, viele andere nicht. Fest steht, dass die Wahl des zu replizierenden oder eben zu schlagenden Benchmark-Index einen erheblichen Einfluss sowohl auf das absolute Ergebnis als auch auf die Leistungsbeurteilung aktiver Manager hat. Grund dafür sind die unterschiedlichen Bestandteile und Risikofaktoren der verschiedenen Indizes. Entsprechend darf die aktive Komponente bei der zwangsläufig aktiven Wahl eines Benchmarks nicht unterschätzt werden, damit eingesetzte Benchmarks erstens tatsächlich das angestrebte Set von Risikoprämien widerspiegeln und zweitens eine faire Leistungsbeurteilung von Managern erlauben.

Einführung

Aktive Manager versuchen durch geschickte Selektion von Titeln die Rendite eines Index zu übertreffen, während passive den Index möglichst genau abbilden. In der Welt institutioneller Investoren wird heute bei klassischen Anlagen in Aktien oder Anleihen meistens früh gefragt, ob die Umsetzung der Anlagestrategie nach einem aktiven oder passiven Ansatz erfolgen soll. Wesentlich weniger Beachtung findet die Fragestellung, welche Indizes man dabei als Benchmarks einsetzt, obwohl dies auf die erzielbaren Anlagerenditen und Anlagerisiken einen erheblichen Einfluss hat. Erstens weil Benchmarks immer eine Kombination von Risikoprämien widerspiegeln, und zweitens weil sie vielfach als Grundlage zur Leistungsbeurteilung von Managern dienen.

Die grosse weite Indexwelt

Die Auswahl an Anlageindizes ist enorm breit wie einige Zahlen verdeutlichen. MSCI publiziert täglich insgesamt über 120'000 Aktien-Indizes, und Barclays rechnet alleine für Anleihen mehr als 40'000 Indizes. Diese Indizes unterscheiden sich unter anderem nach Regionen, Ländern, Sektoren, Währungen, Ausschüttungspolitik und Risikofaktoren sowie bei Anleihen weiter nach Duration, Laufzeiten oder Ratings. MSCI und Barclays sind führend, aber Indexfamilien wie FTSE, Citigroup, S&P, JP Morgan oder Merrill Lynch stehen ihnen in Sachen Umfang und Auswahl kaum nach.

Selbstverständlich ist nur ein Bruchteil dieser Indizes für institutionelle Anleger in der Schweiz relevant. Zudem liegt zweifellos eine gewisse Redundanz bzw. eine hohe Überlappung der Konstituenten in den verschiedenen Indizes der Anbieter vor. Dennoch sind die abgebildeten Risikofaktoren und die historischen Renditen der Indizes mit gegen aussen gleichem Fokus erstaunlich heterogen. Deshalb gestaltet sich die Auswahl passender und sinnvoller Benchmark-Indizes komplexer als erwartet. Folgende Rechnung zeigt, dass die Wahl des Benchmark-Index die erzielbaren Renditen und gleichzeitig die Beurteilung aktiver Manager erheblich beeinflusst.

Die kumulierte Rendite des MSCI World Index in USD von Anfang 2000 bis Mitte März 2011 lag bei 21.8%. Diejenige des sehr ähnlich klingenden MSCI AC World Index (AC steht für All Country, da zusätzlich zu Developed auch Emerging Markets enthalten sind) lag in der gleichen Periode bei 29.4%. Der MSCI AC World IMI (dieser enthält neben Large und Mid auch Small Caps) lieferte sogar 37.2%. Dies sind Unterschiede von jeweils knapp 1% pro Jahr!

Die in jedem Fall aktive Wahl eines Benchmarks aus den verfügbaren Indizes impliziert somit eine unterschiedliche Zusammensetzung von Risikoprämien wie obiges Beispiel zeigt. Emerging Markets und Small Cap Aktien weisen tatsächlich andere

und nicht über alle Perioden besser entschädigte Risiken auf. Gerade im heutigen Umfeld tiefer Zinsen und hoher Volatilität auf Aktien- und Anleihenmärkten bei nach wie vor hohen Zielrenditen muss diesem Umstand mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden, damit die erwünschten Risikoprämien für einen Anleger korrekt in seinen Benchmarks reflektiert werden.

Neben der Auswahl von Risikoprämien spielt für institutionelle Anleger auch die Beurteilung relativer Renditen (Alpha) und Risiken (Tracking Error) von Anlagen bzw. von Managern eine wichtige Rolle. Eine ungeeignete Wahl von Benchmarks birgt die Gefahr, sowohl relative Renditen als auch relative Risiken falsch einzuschätzen. Dies zeigt der nächste Abschnitt.

Nullsummenspiele und Alphas

Aktives Management stellt in replizierbaren und abgeschlossenen Märkten immer ein Nullsummenspiel dar. Für jeden Franken Überschussrendite im Markt wird auch ein Franken Minderrendite erzielt. Anhand der folgenden Beispiele wird diese Überlegung, deren Funktionsweise und deren Limiten aus praktischer Sicht verdeutlicht.

Man denke sich einen Aktienmarkt mit 20 Anlegern, davon 10 aktive und 10 passive. Im Markt gibt es 10 Aktien welche alle aktiven Anleger fleissig untereinander handeln. Kapitalgewinne können nur über geschickten Handel erzielt werden, alle Aktien zahlen aber Dividenden. Dividenden sind im Voraus unbekannt (deshalb der Handel). Die durchschnittlich ausgezahlte Dividende aller 10 Aktien zusammen sei aber immer genau 5%. Die passiven Anleger handeln nicht, sondern halten lediglich einen konstanten Teil an allen Aktien. Die Rendite des Gesamtmarkts und des entsprechenden Marktindex ergibt sich aus der durchschnittlichen Rendite der 20 Anleger bzw. deren Positionen in den 10 Aktien; d.h. genau 5%. (In der Praxis wären zudem die Kosten der aktiven und passiven Anleger zu berücksichtigen.)

Welche Szenarien können nun auf dem Markt eintreten und welche Folgen impliziert

dies für den Index und für die Renditen der verschiedenen Anleger?

- **Der ausgeglichene Fall.** 5 Aktive Anleger erzielen zusätzlich zur Dividendenrendite durch Handel einen Franken Kapitalgewinn. 5 andere Anleger verlieren im Handel einen Franken. Die eine Hälfte der aktiven schlägt den Markt, die andere nicht. Die passiven Investoren liegen mit der Rendite von exakt 5% genau in der Mitte des Marktes. Der Index widerspiegelt den Durchschnitt im Markt.

Wichtig ist die Feststellung, dass es um Franken und nicht um Investoren geht, wie das nächste Beispiel zeigt.

- **Der unausgeglichene Fall:** Nehmen wir an, dass 9 aktive Anleger jeweils einen Franken im Handel gewinnen und ein Aktiver 9 Franken verliert. Der Index beträgt immer noch genau 5%, aber 9 von 10 aktiven Managern haben den Index geschlagen. Die 10 passiven Anleger erzielen nach wie vor 5%. Der Index entspricht ebenfalls noch der durchschnittlichen Rendite aber nicht mehr dem Median-Erfolg der aktiven Anleger.

Dieses Beispiel verdeutlicht, dass man als passiver Anleger nicht in jedem Fall im Mittelfeld aller Anleger am Markt liegt obwohl aktives Management immer noch ein Nullsummenspiel darstellt. Es ist möglich, als passiver Anleger tiefere Renditen zu erzielen als der Grossteil der aktiven Anleger. Selbstverständlich gilt auch das Umgekehrte wenn 9 Aktive einen Franken verlieren und ein Anleger 9 Franken gewinnt. Einige akademische Studien zeichnen ein solches Bild, wonach eine Vielzahl der aktiven Manager nicht reüssiert aber einige wenige sehr erfolgreich sind.

Wie einleitend bemerkt, hängen die Rendite und der Erfolg eines Managers wesentlich von der Wahl des Benchmarks ab. Im dritten Beispiel demonstrieren wir dies, indem wir die Annahme abgeschlossener Märkte streichen und somit näher an die Realität

gelangen. Wir nehmen an, es gäbe noch einen 11. Titel am Markt. Dieser erscheint nicht im Index da er zu wenig liquide ist. Nehmen wir weiter an, er sei wegen seiner geringen Liquidität tief bewertet, zahle aber eine Dividende von 10% und damit 5% mehr als die anderen 10 Titel, die im Index enthalten sind.

- **Der Fall nicht-abgeschlossener Märkte:** Alle aktiven Manager kaufen jeweils eine solche 11. Aktie. Sie handeln untereinander wie bisher aber keinem gelingt es, einen Kapitalgewinn zu erzielen, es verliert aber auch keiner beim Handel. Die passiven Anleger dürfen den 11. Titel hingegen nicht halten, da er ja nicht im Index vertreten ist. Die Transaktionen um den 11. Titel schlagen sich logischerweise nicht im Index nieder. Alle Aktiven erzielen aufgrund der höheren Dividende der 11. Aktie etwas mehr als 5% Rendite. Damit schlagen alle Aktiven den Index, während die Passiven wie bisher auf 5% bleiben. Das Nullsummenspiel gilt nicht mehr.

Empfehlungen

Die Vielfalt der verfügbaren Indizes und die potenziellen Fehleinschätzungen relativer Renditen und Risiken verdeutlichen, dass der Wahl von Benchmark-Indizes grosse Bedeutung zukommt. Wie soll ein Anleger nun eine sinnvolle aktive Wahl eines Index bzw. Benchmarks treffen? Lediglich Renditen bestimmter Indizes aus der Vergangenheit zu extrapolieren oder mit optimierten Backtracks zu rechnen (wie dies oft in Marketing Unterlagen anzutreffen ist), erscheint uns sub-optimal. Wesentlich vielversprechender ist es zu verstehen, was ein gutes Benchmarking bzw. einen guten Benchmark auszeichnet. Für uns stechen dabei drei Empfehlungen heraus.

1. Die Benchmarkwahl beeinflusst die erzielbare Rendite und die dafür in Kauf genommenen Risikoprämien; Anleger sollten Indizes wählen, welche attraktive Risikoprämien umfassend reflektieren. Man hätte im dritten Beispiel einen Index suchen können, der alle 11 Titel umfasst. So hätten

auch die Passiven die gleiche Rendite erzielt wie die Aktiven. Oder man möchte illiquide Titel tatsächlich bewusst ausschliessen, was dann aber in den Anlagerichtlinien der aktiven Manager verankert sein muss, wie die nächste Empfehlung zeigt.

2. Der relative Erfolg aktiver Manager hängt von der Benchmarkwahl und der Anlagerichtlinien ab. In unserem letzten Beispiel gingen alle aktiven Manager mit dem 11. Titel ein zusätzliches Liquiditätsrisiko ein. Macht sie das zu talentierten Managern, die echtes Alpha liefern? Wir glauben nicht. Wenn es aber die Anlagerichtlinien erlauben, Instrumente zu handeln, die nicht im Benchmark vertreten sind, eröffnet dies dem Manager Chancen, "unechtes" Alpha zu erzielen und damit gleichzeitig eventuell unerwünschte Risiken einzugehen.

3. Analysen von relativen Renditen und relativen Risiken machen nur Sinn, wenn Benchmarks selbst sinnvolle Portfolios darstellen. Alle aktiven Manager weisen im letzten Beispiel einen Tracking Error gegenüber dem Index auf. War dies wirklich ein unerwünschtes Risiko? Jeder Investor sollte diese Frage mit Blick auf sein eigenes Portfolio beantworten und den Entscheid nicht blind an Indexanbieter oder Manager delegieren.

Wir können die einleitende Frage, ob passive oder aktive Anlagen besser rentieren, nach wie vor nicht generell beantworten. Aber wir können bei beiden Varianten mit einer intelligenten Benchmarkwahl die eingegangenen Risiken besser abstimmen und gleichzeitig den Erfolg der Manager konsistenter messen. Widmen wir also der zwangsläufig aktiven Wahl von passiven Benchmarks genügend Zeit und Aufmerksamkeit.