

# Das Messlattenproblem

Die Wertentwicklung von Fonds ist nur relativ zu Vergleichsindizes beurteilbar. Immer den passenden Index zu finden ist schwieriger, als es aussieht.

Jeder freut sich, wenn der Fonds, den man hält, seinen Vergleichsindex weit hinter sich lässt. Da der Fonds Kosten hat und der Index nicht, ist das eine Leistung. Allerdings machen sich nur wenige Gedanken darüber, ob der Vergleichsindex überhaupt einen geeigneten Vergleich darstellt. Die Auswahl der Benchmark ist nämlich keineswegs trivial. Anleger wollen eine, die ihnen bekannt vorkommt, Fondsanalysten bevorzugen eine, die am besten zum Profil des Fonds passt, und der Fondsmanager hätte gern eine, die er leicht schlagen kann.

## Unterschiedlich schwer

Tatsächlich lassen sich die verschiedenen Indizes unterschiedlich leicht schlagen. Das hängt auch noch ab von der Anzahl der Werte im Index, von der Liquidität des Marktes und auch davon, ob es einzelne Titel oder Branchen gibt, die ein besonders starkes Gewicht im Index haben.

Üblicherweise wird die Benchmark von der Investmentgesellschaft festgelegt und ist auch im Prospekt aufgeführt – insbesondere wenn eine Performancegebühr berechnet wird. „Wir legen Wert darauf, dass die Benchmark ein möglichst ähnliches Profil hat wie der Fonds“, erklärt Natalia Wolfstetter, die beim Fondresearchhaus Morningstar die Fondsanalyse in Deutschland leitet. „Wenn uns die von der Investmentgesellschaft vorgegebene Benchmark nicht passend erscheint, ziehen wir bei unseren Fondsanalysen einen uns besser geeignet erscheinenden Vergleichsindex heran.“ Das wäre beispielsweise der Fall, wenn ein Euroland-Aktienfonds, der nennenswerte Nebenwertepositionen hält, den EuroStoxx 50 als Benchmark verwendet, der lediglich Large-Cap-

Firmen beinhaltet. „Je nachdem, wie die Nebenwerte des Fonds gerade laufen, kann es sonst zu erheblichen Abweichungen in der Performance kommen, die sich durch das unterschiedliche Anlageuniversum erklären und nicht notwendigerweise durch das Können des Managers“, fährt Wolfstetter fort.

Bleiben wir beim EuroStoxx 50. Dieser Index, der seit 1998 berechnet wird, beinhaltet 50 große börsennotierte Unternehmen aus der Eurozone. Die Branche mit der aktuell höchsten Gewichtung sind die Banken mit einem Indexgewicht von 12,9 Prozent (Chart „Branchengewichtung des EuroStoxx 50“). 2007 waren die Stoxx-Value-Indizes sogar zu rund 50 Prozent in Banken investiert. „In den letzten Jahren war es nicht schwierig, für einen Fondsmanager, sich gegen Banken zu entscheiden. Viele von ihnen hatten diesen Sektor untergewichtet“, meint Peter Ludwig, Vorstand der F&V Fondscenter AG in Berlin. Banken haben gegenüber anderen Branchen underperfornt, das heißt, es war in letzter Zeit für die Manager von Euroland-Aktienfonds relativ einfach, den EuroStoxx 50 zu schlagen. Zu einer Ausweitung des Tracking Errors kann es immer kommen, wenn besonders zyklische Branchen im Index stark gewichtet sind.

Außerdem muss sich der Betrachter bei jedem Vergleich mit einer Large-Cap-Benchmark wie dem EuroStoxx 50 darüber im Klaren sein, dass der Fondsmanager hier eine gute Chance hat, den Index zu schlagen, indem er einige Nebenwerte für den Fonds erwirbt – Auswahl und Timing müssen dabei natürlich glücken. Und noch etwas ist wichtig: Es gibt Per-

formance- und Kursindizes. Während beim Performanceindex die Dividenden oder Zinsen reinvestiert werden, bleiben sie beim Kursindex unberücksichtigt. Es ist Konvention, dass unter der umgangssprachlichen Bezeichnung EuroStoxx 50 der Kursindex verstanden wird. Nach Auskunft von Stoxx liegt die Dividendenrendite des EuroStoxx 50 derzeit bei 3,86 Prozent. Da Fonds aber die Dividenden ihrer Positionen vereinnahmen, sollte es für Fondsmanager nicht allzu schwierig sein, den EuroStoxx 50 zu schlagen, schließlich haben sie 3,86 Prozent „Luft“.

## Performance- und Kursindizes

Beim deutschen Aktienbarometer DAX redet man hingegen üblicherweise vom DAX-Performanceindex, der die Dividenden reinvestiert – das macht es schwerer, ihn zu übertreffen als einen Kursindex. Investmentgesellschaften nutzen den 30 Titel umfassenden DAX trotzdem gern als Benchmark, weil er vielen Anlegern geläufig ist.

Es wäre zu vermuten, dass ein Aktienmarkt wie der deutsche, der von vielen Analysehäusern beobachtet wird und als effizient gilt, schwer zu schlagen ist. Ludwig sieht für Fondsmanager allerdings dennoch eine gute Chance, den DAX zu schlagen: „Damit ein Titel in den DAX aufgenommen wird, gibt es hohe Anforderungen hinsichtlich Liquidität und Marktwert der Unternehmen. Dies führte in der Vergangenheit häufiger dazu, dass diejenigen Werte, die neu hineinkamen, zu teuer waren: Das Extrembeispiel ist Infineon, die im Juni 2000 kurz nach dem Höhepunkt der Technologieeuphorie erst-

In vielen Fällen ist die Benchmark eines Fonds ein Kompromiss, weil es keine exakte Entsprechung der Fondsstrategie gibt.

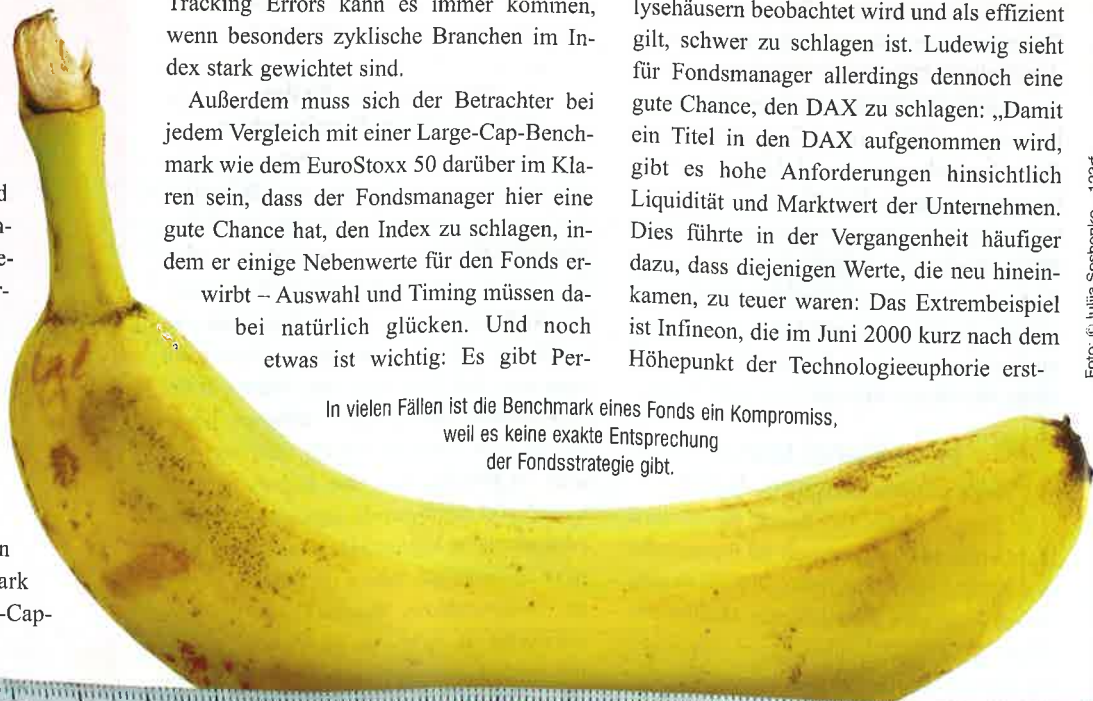


Foto: © Iulija Soshenko - 123rf

- E
- E
- D
- E
- D
- Ü

www

Ausz  
Fond

Diese M  
Die Ante  
gen aus  
Anteilen  
für den E  
Frankfu



Peter Ludewig, F&V: „Es reichte, Banken die letzten Jahre untergewichtet, um den DAX zu schlagen.“

mals in den DAX aufgenommen wurden und danach bis zum Ausschluss – nahe dem Tiefstkurs – aus dem DAX im März 2009 etwa 99 Prozent verloren haben. Ein halbes Jahr später, nach einem dicken Kursplus, wurde die Aktie wieder in den Index aufgenommen. Ein nicht an den Index gebundener Anleger hätte allein mit dem Weglassen der Aktie den DAX schlagen können. Der Index(-Anleger) hat hingegen zusätzlich genau die beste Zeit der Aktie im Jahr 2009 verpasst.“

### Marktgewichtete Indizes

Ludewig spricht damit einen generellen Kritikpunkt an, der marktgewichteten Indizes vorgeworfen wird: dass immer diejenigen Titel, Branchen und Länder hoch gewichtet sind, die in der Vergangenheit gut gelaufen und vielleicht schon recht teuer sind. Ob das auch die Bereiche sind, die sich zukünftig gut entwickeln, ist die Frage, und beim Investieren kommt es schließlich auf die zukünftige Entwicklung an. Dem wäre zu begegnen, indem man gleichgewichtete Indizes verwendet, bei denen jeder Titel oder jedes Land dasselbe Gewicht hat. Solche Indizes gibt es zwar, aber sie sind wenig gebräuchlich.

Ein weiterer Knackpunkt mancher Indizes ist, dass einzelne Titel ein überdimensionales Gewicht darin haben. Noch in den 90er Jahren hatte die Allianz eine Gewichtung von über zehn Prozent am DAX. Da aufgrund der Mindestrisikostreuung die gesetzliche Höchstgrenze für eine Position in einem Fonds bei zehn Prozent liegt, waren Manager von

Deutschland-Fonds immer untergewichtet in Allianz. Je nachdem, wie der Versicherer sich an der Börse entwickelte, sah der Manager dann relativ zum Index gut oder schlecht aus. Für Indexfonds bestand damals das Problem, dass sie den DAX nicht exakt nachbilden konnten. Inzwischen ist die Allianz-Aktie im DAX nur noch mit einer Gewichtung von 6,7 Prozent vertreten, und keine Position im DAX ist stärker als zehn Prozent.

Ähnlich bedeutend war auch die Nokia-Gewichtung am finnischen Aktienindex OMX Helsinki 25, aber der Kursverfall von Nokia hat dieses Problem sozusagen automatisch gelöst, sodass Nokias Gewicht jetzt nur noch zehn Prozent beträgt. Aktuell relevant ist das Problem aber zum Beispiel noch beim Nasdaq 100, in dem die 100 Aktien von amerikanischen und internationalen Nichtfinanzunternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung gelistet sind. Durch Apples Höhenflug der vergangenen Jahre hat die Apfel-Aktie inzwischen eine Gewichtung von 12,1 Prozent am Index – für einen 100 Titel enthaltenden Index eine enorme Konzentration. Von diesem Schwergewicht im Index hängt dann die Wahrscheinlichkeit, ob der Fondsmanager out- oder underperforms, ganz besonders ab.

Für Indexfonds sind stark konzentrierte Indizes mühsam und mit einem voll replizierenden Fondsportfolio teilweise gar nicht umsetzbar, denn die gesetzliche Mindeststreuung für Fonds sieht gewisse Maximalgrenzen für einzelne Titel und Emittenten vor. Analog haben Indexfonds auch ein Problem mit Indizes, die extrem viele Titel beinhalten. Der 500 US-Unternehmen enthaltende S&P 500 ist schon schwierig, erst recht der MSCI Weltaktienindex mit seinen über 1.600 Aktien und gar der Nasdaq Com-

### Jährl. Performance REX, REXP



Seit 2008 ist der REXP extrem schwer zu schlagen. Er besteht aus 30 synthetischen Anleihen, die mit der tatsächlich investierbaren Realität am deutschen Staatsanleihenmarkt wenig zu tun haben.

Quelle: Wikipedia



Natalia Wolfstetter, Morningstar: „Die Benchmark sollte ein ähnliches Profil haben wie der Fonds.“

posite mit über 3.000 Aktien – eine volle Replizierung ist hier technisch nicht darstellbar.

### Rentenindizes problematisch

Bei der Wahl eines geeigneten Index für Aktienfonds gilt es also verschiedene Dinge zu beachten, im Vergleich zum Rentenbereich ist die Benchmarkproblematik aber noch relativ simpel. Wenn es sich nicht gerade um einen Index mit synthetischen Anleihen handelt, ändert sich bei Rentenindizes auch öfter die Zusammensetzung als bei Aktienbaskets, weil es viel mehr Emissionen mit unterschiedlichen Laufzeiten und Kupons gibt. „Besonders augenscheinlich sind die Probleme aktuell bei REX und REXP. Diese beiden Indizes waren in den letzten Jahren schwer zu schlagende Benchmarks für deutsche Staatsanleihen“, erklärt Ludewig, „Ihr unbestrittener Vorteil ist jedoch, dass sie vielen Anlegern geläufig sind.“ Während der REX ein Kursindex ist, handelt es sich beim REXP um einen Performanceindex, der neben den Preisänderungen auch Zinserträge berücksichtigt. Beide Indizes werden aus 30 synthetischen Anleihen des Bundes mit Laufzeiten von ein bis zehn Jahren und je drei Kupontypen von sechs, 7,5 und neun Prozent gebildet. Dies hat aber schon seit Jahren nicht mehr viel mit der tatsächlich investierbaren Realität am deutschen Staatsanleihenmarkt zu tun, wo sich die Umlaufrendite per 10. Mai 2012 mit 1,22 Prozent im Keller befindet. Daher weist der REXP seit 2008 eine Performance auf, von der Rentenfondsmanager nur träumen können (Chart „Perfor-

Foto: © Morningstar, F&V



mance REX und REXP“). „Ob man sich als Investmentgesellschaft mit REXP als Benchmark einen Gefallen tut, ist tatsächlich die Frage“, meint daher Natalia Wolfstetter.

### Bonds Emerging Markets

Im Bereich Renten Emerging Markets werden oft die Indizes von J.P. Morgan herangezogen. Bob Maes, Manager des KBC Bonds Emerging Markets Fund, erklärt, warum KBC Asset Management den Index J.P. Morgan EMBI+ als Benchmark gewählt hat: „Dieser Index bildet nur in US-Dollar denominatede Staatsanleihen der Emerging Markets ab, und zwar die liquidesten.“ Damit ist er defensiver als der breiter aufgestellte J.P. Morgan EMBI Global, der zusätzlich noch Unternehmensanleihen und Anleihen aus Ländern wie Chile, Senegal, Vietnam etc. beinhaltet, die vielleicht etwas höhere Zinsen zahlen. Ein defensiver Index ist leichter zu schlagen als ein weniger defensiver, was Bob Maes allerdings ganz besonders gut gelungen ist: In den vergangenen sechs Jahren outperformte sein Fonds den EMBI+ Jahr für Jahr.

„KBC legt Wert darauf, dass der Vergleichsindex eines Fonds gut zur Ausrichtung des Fonds passt. Unsere Politik ist, dass wir uns nur so weit von der Benchmark entfernen, dass wir einen maximalen Tracking Error von 2,5 Prozent jährlich haben. Auf diese Weise wissen unsere Anleger, dass sie ein ähnliches Ergebnis wie die Benchmark



Bob Maes, Fondsmanager KBC: „Wir streben einen maximalen Tracking Error von 2,5 Prozent im Jahr an.“

erzielen werden, ohne größere positive oder negative Überraschungen zu erleben“, so Maes und weiter: „Trotzdem streben wir natürlich eine Outperformance an.“

Ludewig berücksichtigt hingegen einen anderen Aspekt: „Bei der Fondsauswahl setze ich gern auf kleinere Boutiquen, weil die Manager dort häufig besonders flexibel sind und nicht so stark an ihrer Benchmark kleben wie die Manager großer Häuser. Sonst kann ich gleich auf ein kostengünstiges passives Produkt setzen. Skeptisch bin ich hingegen bei Index-Hoppfern, also bei Fondsmanagern,

die ihre Benchmark öfter wechseln.“ Wolfstetter ergänzt: „Bei unseren Fondsanalysen ist es ebenfalls ein Negativum, wenn ein Fonds öfter seine Benchmark wechselt – es sei denn, es gibt vernünftige Gründe dafür.“

### Gewicht auf größten Schuldnern

Das Problem der Marktgewichtung der Indizes gibt es auch im Rentenbereich. „Sogar verstärkt“, erklärt Wolfstetter, „denn während man bei einer hohen Marktkapitalisierung bei Aktien noch von einem Qualitätssignal für das Unternehmen sprechen kann, bedeutet eine hohe Marktkapitalisierung im Rentenbereich, dass der Emittent besonders viele Schulden macht. In einem Rentenindex sind also die größten Schuldner am stärksten gewichtet, und ob man gerade auf die setzen möchte, ist fraglich.“

Die oben aufgeführten Beispiele zeigen, dass die Auswahl einer vernünftigen Benchmark keineswegs trivial ist. „Es hilft niemandem, wenn ein guter Fondsmanager sein Licht unter den Scheffel stellt, weil er der einzig Ehrliche ist und einen Index verwendet, der extrem schwer zu schlagen ist. Dann sollte er lieber einen Index wählen, der ebenfalls passt, häufiger verwendet wird und den man aber auch schlagen kann“, ist Ludewig pragmatisch. Wolfstetter bringt einen weiteren Aspekt: „Ich halte es für problematisch, wenn ein Fonds eine eigene maßgeschneiderte Benchmark verwendet. Bei einem gemischten Fonds ist das okay, aber ansonsten sorgt so etwas für zusätzliche Komplexität und erschwert den Vergleich, weil eine solche Benchmark nicht ohne Weiteres verfügbar

und verifizierbar ist.“ Als Beispiel sind hier einige Themenfonds anzuführen, die eine selbst gestrickte Benchmark entwickeln, die sich aus mehreren Sektorindizes zusammensetzt. „Das ist insbesondere dann problematisch, wenn der Fondsmanager nicht explizit auf diese Themen beschränkt ist. Dann tut es auch ein breiter Index.“

Für die tatsächliche Performance der Kundendepots wird die Benchmark-Frage oft überbewertet, meint Ludewig: „Hier ist viel wichtiger, dass der Kunde dabei bleibt und nicht ausgerechnet in der Hausse beherzt zugeht und in der Baisse ängstlich seine Anteile verkauft. Ich muss hier an die Story von Peter Lynch denken, der einmal sagte, dass mehr als 50 Prozent seiner Anleger mit seinem Fonds verloren haben, obwohl er über 13 Jahre eine durchschnittliche Performance von 29 Prozent per annum abgeliefert hatte.“ FP

### Branchengewichtung des EuroStoxx 50

