

SIGLO Timeout Nr. 24 – Benchmarks, Indizes und der Vergleich von Äpfeln mit Äpfeln

Zusammenfassung

Es liegt in der menschlichen Natur, sich mit Anderen zu vergleichen und die Dinge zu messen. Je nach Produkt oder Aktivität eignen sich allerdings unterschiedliche Messgrössen und -techniken, um möglichst aussagekräftige Ergebnisse zu erhalten. Im Gegensatz zur intuitiv verständlichen und transparenten Auswahl und Ordnung an Produkten in Supermärkten, birgt die faire und sinnvolle Beurteilung von Finanzmarktanlagen hohe Herausforderungen. Zentrale Fragen liegen darin, ob aussagekräftige Benchmarks, wie z.B. Indizes, überhaupt verfügbar sind, und wie die verschiedenen Anlageinstrumente in Indizes sinnvoll miteinander verglichen werden können. Weshalb diese Fragen wichtig sind und wie Anleger beim Vergleich von Anlageprodukten den Biss in den sauren Apfel vermeiden können, erörtern wir im Timeout.

Einführung

Bekanntlich soll man Äpfel mit Äpfeln vergleichen und nicht mit Birnen oder wie der Engländer sagt mit Orangen. Im alltäglichen Konsumentenleben halten wir uns intuitiv daran. In der Früchte- und Gemüseabteilung grosser Warenhäuser begutachten wir die Auswahl an Esswaren (mit den Augen oder auch mit den Händen), um reife Stücke oder volle Packungen auszuwählen. Niemand benötigt Massstab und Waage, um die durchschnittlichen Grössen und Gewichte der Äpfelsorten zu berechnen und überdurchschnittliche Exemplare zu identifizieren. Auch beurteilt niemand Äpfel im Vergleich mit Orangen, weil die unterschiedlichen Merkmale weder Aussagen über Form und Qualität noch über Verwendung und Genuss des Apfels erlauben würden.

***Wir vergleichen Äpfel mit Äpfel zwar
bei Coop aber oft nicht bei Anlagen***

Es scheint, als ob Investoren ihr natürliches Verhalten bei der Auswahl von Anlagen und Finanzprodukten oft vergessen. Die fehlende Intuition dafür hat unserer Meinung nach drei zentrale Gründe. A) das heterogene und komplexe Angebot an Finanzprodukten und Indizes, B) die ungenügende Transparenz für Vergleiche und C) die unklare Vorstellung über das ideale Produkt beim Käufer. Wir beschreiben diese drei Aspekte und unsere Lösungen dafür nun genauer. Zuvor aber ein Exkurs, weshalb ein fairer Anlagevergleich auf Finanzmärkten unabdinglich erscheint.

Benchmarking in der Theorie

Es besteht aus unserer Sicht kein Zweifel, dass man als Anleger die Leistung und den Erfolg von Finanzprodukten und Managern nur umfassend beurteilen kann, wenn man geeignete Vergleichsgrössen zu Rate zieht. Im Englischen spricht man von Benchmarks. Finanzmarktindizes spielen dabei eine der Hauptrollen, da sie in der Praxis als ideale Benchmarks angesehen werden. Für einige Indizes in traditionellen Anlagen wie Aktien ist dieser Status sicherlich berechtigt. Für viele andere Anlagen z.B. im alternativen Bereich sind die meisten heute verfügbaren Indizes hingegen kritisch zu betrachten.

Benchmarking liefert nämlich nur aussagekräftige Ergebnisse, wenn effektiv Äpfel mit Äpfeln verglichen werden. Anlageprodukte und ihre Benchmarks sollten sich daher in der Ausgestaltung des erlaubten Anlageuniversums, der zulässigen Instrumente, der gesuchten Risikoprämien, des Regelwerks zur deren Gewichtung sowie der Liquidität gleichen (siehe hierzu auch Timeout Nr. 6 über die aktive Wahl passiver Benchmarks). Entsprechend sind klassische "Textbook" Anforderungen an Indizes bzgl. Transparenz, Repräsentativität und Replizierbarkeit auch praktisch relevant und gerechtfertigt. Nur sind diese Anforderungen für viele Anlageklassen bei Weitem nicht erfüllt, weshalb die Verwendung vieler populärer Indizes in unseren Augen weder einen fairen Vergleich der Leistung, noch eine sinnvolle Aussage über Anlagerisiken erlaubt. Ein Vergleich von zwei Beispielen verdeutlicht das Problem:

Benchmarking in der Praxis

Den Schweizer Aktienindex zur Beurteilung eines Schweizer Aktien Portfolios zu verwenden, erscheint grundsätzlich sinnvoll. Wir können uns zwar über die Regeln zur Gewichtung der einzelnen Aktien im Index-Portfolio unterhalten (z.B. marktkapitalisiert wie im SMI oder mit Limiten wie im SLI oder bloss gleichgewichtet, was diesen Timeout-Rahmen leider sprengt) aber grundsätzlich ähneln Bestandteile und Risikoprämien im Index dem investierbaren Universum des Portfoliomanagers. Zudem darf zuverlässig angenommen werden, dass Anlagerisiken im Index den gesuchten Risikoprämien des Investors meistens gut entsprechen. Indizes für viele alternative Anlagen wie Rohstoffe, Infrastruktur, Insurance Linked Strategies (ILS) oder Hedge Funds sind hingegen aus den einleitend genannten drei Gründen viel schwieriger zu interpretieren.

Heterogene und komplexe Indizes

Ein Problem bei der Beurteilung und Wahl von Benchmarks für alternative Anlagen liegt in der Komplexität bzw. der Heterogenität des heute verfügbaren Anlageuniversums von alternativen Produkten. Dies sowohl hinsichtlich der Bestandteile in Portfolios als auch hinsichtlich der daraus erwachsenden Kombination von Risiko und Renditequellen.

Indizes für alternative Anlagen sind oft ohne detaillierte Kenntnisse kaum zu interpretieren. Teilweise bestehen sie nur aus wenigen Funds und teilweise aus hunderten, völlig verschiedenen, was sich beides stark negativ auf den Gehalt und die Aussagekraft auswirkt.

Mix der Bestandteile: Im Gegensatz zu bekannten Bond- oder Aktienindizes bestehen alternative Indizes nicht aus homogenen Instrumenten wie eben Aktien oder Bonds, sondern aus einer Vielzahl unterschiedlicher Anlagevehikel d.h. in der Regel Anlagefonds. Die Anlagerichtlinien, die eingesetzten Anlageinstrumente und deren Liquidität sowie die verfolgten Handelsstrategien aller dieser Funds sind oft unterschiedlich. Wie beurteilt man z.B. einen ILS Fund, der nur Cat Bonds kauft gegenüber einem mit Quota Shares?

Mix der Risiko- und Renditequellen: Der bunte Haufen von Anlagefonds in diversen alternativen Indizes führt zu einem trüben Eintopf aus Rendite- und Risikoquellen. Die populären Hedge Fund Indizes mischen oft Anlagestrategien wild durcheinander, weil sie die Klassifizierung allen Funds selbst überlassen und diese keinen Anreiz für eine ökonomisch korrekte, sondern für eine aus ihrer Sicht attraktive Einteilung haben. Lieber im liquiden Kredit-Segment als im illiquiden Distressed. Einfache Betrachtungen von Kennzahlen wie Rendite, Volatilität oder Korrelation werden erschwert und ohne Detailwissen sogar verzerrt und irreführend, womit faire Beurteilungen über enthaltene Risikoquellen z.B. aus Aktien, Kredit, Zinsen oder Währungen für Laien fast unmöglich werden. Oft wird dann bei der Produktwahl aus Mangel an Zeit und Knowhow nur auf kurzfristige Renditen abgestellt, die nichts mit künftigen Renditen oder Risikoprämien zu tun haben. Deshalb betrachten wir den blinden Einsatz heute populärer alternativer Indizes als Benchmarks mit grosser Skepsis.

Wissen wir, wie die oft als Benchmark eingesetzten Indizes investiert sind?

Fehlende Transparenz

Heterogenität und Komplexität in Produkten und Indizes alleine wären lösbare Probleme, sofern die entsprechenden Anlageportfolios transparent dargelegt würden. Im Gegensatz zu feinsäuberlich geordneten Präsentationen nach Art und Rasse bei Migros und Coop, finden wir auf der Suche nach Anlagen aber kaum ökonomisch sinnvoll geordnete Übersichten über Anlageprodukte verschiedener Anbieter. Es gibt zwar diverse umfangreiche Datenbanken mit tausenden von Kennzahlen und anderen Informationen, aber aussagekräftige, ökonomisch sinnvolle Evaluationen sind oft nur unter grossen Anstrengungen möglich. Es fehlt an Transparenz in Bezug auf die Anlageuniversen, die Risiken und die erlaubten Instrumente. Zahlreiche Anleger wissen evtl. gar nicht, wie die von ihnen als Benchmark eingesetzten alternativen Indizes überhaupt investieren. Es ist denkbar, dass die enthaltenen Risiken in den Benchmark-Indizes konzentrierter und höher sind als ihr Risikoappetit oder ihre Risikofähigkeit.

Ein Beispiel finden wir bei ILS Indizes, die teilweise über 80% US Peak Windrisiken enthalten. Dies ist nicht per se schlecht, da solche Risiken in der Regel gut entschädigt werden, nur müssen sich Anleger über die Konzentration und die damit verbundenen Verlustrisiken im Fall eines Supersturms in den USA im Klaren sein. Ein zweites tritt bei Hedge Fund Indizes zu Tage, die zahlreiche Sub-Strategie-Indizes mit nur einer handvoll Produkten abbilden. Wie will ein Anleger eine faire Analyse seiner erzielten Rendite mit CTAs oder Convertible Arbitrage Funds benchmarken, wenn der Index gerade mal 2-4 Funds aus über 1'000 Kandidaten zeigt?

Konsumentenwünsche und -ziele

Ein dritter Grund für die fehlende Intuition beim Vergleich von Anlageprodukten könnte darin liegen, ob überhaupt und wie genau Anleger die eigenen Konsumwünsche und -ziele kennen. Man stelle sich eine Hausfrau in der Migros vor, die vom Verkäufer wie folgt angesprochen wird; "Der Dame würde heute etwas Gelbes vorzüglich stehen und wir bieten wunderschöne gelbe Bananen, Zitronen und Peperoni an". Dies funktioniert bei Hausfrauen der alten Schule kaum, weil sie nichts Passendes zum Kleid, sondern Zutaten für die geplante Pizza suchen, egal ob diese nun gelb sind oder nicht. Bei der Auswahl alternativer Anlagen haben Anleger oft weniger klare Ziele und Vorstellungen, weshalb sie mit irrelevanten kurzfristigen Renditen und angeblich tiefen Volatilitäten von Produkten leichter zu verführen sind.

Fazit

Die Auswahl geeigneter Anlageprodukte erforderte vertiefte Kenntnisse über grobe und feine Unterschiede zwischen verschiedenen Anlageregeln, -Strategien und -Stilen, weil davon wertvolle Renditebeiträge abhängen. Macht z.B. die Limite Investment Grade bei Anleihen Sinn (vgl. SIGLO Timeout Nr. 9 zu Kreditrisiko) und welche Limite wäre für die individuelle Risikobereitschaft wohl idealer? Eignen sich lang- oder kurzfristige Trendfolgemodelle besser zur Diversifikation von Aktien und Bonds? Ist die Berücksichtigung von OTC-Kontrakten in ILS Anlageuniversen sinnvoll? Wer diesen Fragen mit quantitativen Analysen auf den Grund gehen will, braucht transparente und aussagekräftige Indizes!

Nur weil Index drauf steht, steckt noch kein sinnvolles Anlageportfolio drin.

Analog zur Schönheit liegen auch Sinn und Aussagekraft von Vergleichen im Auge des Betrachters. Es fragt sich, ob man interne oder externe Ressourcen und Knowhow fürs Benchmarking eigener Äpfel mit anderen Äpfeln aufbauen will. Dies erfordert hohen Aufwand, garantiert dafür aber transparente und ökonomisch sinnvolle Beurteilungen der eigenen Anlagelösungen und -produkten. Dazu liefert es eine fundierte und faire Basis, eigene Anlageentscheide oder bei externen Beratern deren Empfehlungen kritisch zu prüfen, sofern man das überhaupt will und die entsprechenden Anreize dafür bestehen.

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

