

# Benchmarkkonzeption für einen Europäischen Rentenfonds

Holger Benke / Claus Sendelbach

Ein benchmarkgestütztes Fondsmanagementkonzept für Banken (Depot A-Management), Versicherungen, Stiftungen und andere institutionelle Anleger skizzieren die Autoren\* im folgenden Beitrag. Das Konzept ist geprägt durch einen überwiegend passiven Managementstil mit aktiven Elementen. Es bietet ausreichenden Spielraum, um die Performance der Benchmark zu übertreffen, und ermöglicht dem Anleger ein effizientes Controlling.

Als Nobelpreisträger William Sharpe kürzlich nach der Quintessenz seiner theoretischen Erkenntnisse für die Praxis der Vermögensanlage befragt wurde, nannte er drei einfache Regeln: Erstens diversifizieren, zweitens diversifizieren, drittens diversifizieren.<sup>1</sup> Überprüft man die Einhaltung dieser Regel in der Realität, muß man insbesondere für deutsche Anleger feststellen, daß sie häufig noch nicht ausreichend beachtet wird.<sup>2</sup>

Allein das Kongruenzprinzip, also das Bestreben, zeitlich feststehende Auszahlungsverpflichtungen durch einen in der Struktur kongruenten Zahlungsstrom auf der Gegenseite der Bilanz zu decken (oder umgekehrt), rechtfertigt eine Abweichung von den Regeln der Portfoliotheorie. Geht es jedoch um die Anlage freier Vermögensteile, die es langfristig zu erhalten und zu mehren gilt, und denen keine unmittelbaren Auszahlungsverpflichtungen gegenüberstehen, und geht es um Fondsmanager, die nicht für sich »Allwissenheit« in Anspruch nehmen, so führt kein Weg an der Portfoliotheorie vorbei.

Im vorliegenden Beitrag wird der Diversifizierungsgedanke für ein in Rentepapieren investiertes Vermögen dargestellt, das seinerseits Teil eines diversifizierten Gesamtvermögens ist.

## Diversifizierungseffekte mit europäischen Rentenanlagen

Betrachtet man die durchschnittlichen Erträge der europäischen Rentenmärkte über beliebige mehrjährige Zeiträume aus DM-Sicht, so fällt auf, daß mit deutschen Rentepapieren nie eine Spitzenposition erreicht werden konnte.<sup>3</sup> Deshalb liegt der Schluß nahe, den Ertrag eines Portfolios durch Beimischung internationaler Renten zu erhöhen. Abbildung 1 zeigt für die Vergangenheit diese Möglichkeit einer annähernd linearen Ertrags-

steigerung bei stufenweiser »Europäisierung«. Dabei wurden konstante Gewichte der jeweiligen Rentenmärkte unterstellt.

Der beschriebene Effekt wird von der Wirtschaftstheorie vor allem unter dem langfristigen Aspekt verneint. Danach reflektieren Renditeunterschiede zwischen Ländern unterschiedliche Währungseinschätzungen; diese sind entgegengesetzt und korrigieren/gleichen sich langfristig aus.

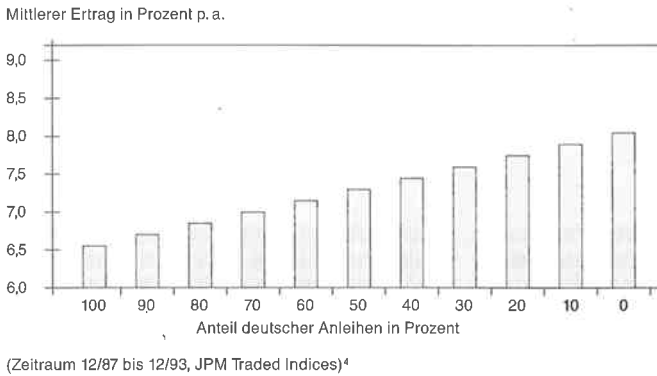
In der Praxis zeigt sich jedoch, daß der beschriebene Effekt nur auf den Geldmärkten eindeutig nachzuweisen ist, wo die Währungsterminkurse exakt die Zinsdifferenzen ausgleichen. An den Märkten für langfristiges Kapital hat es auch aus Sicht eines »Hartwährungslandes« immer nutzbare Perioden mit attraktiveren ausländischen Rentenmärkten gegeben.

Zunächst liegt die Vermutung nahe, daß sich die Schwankungsbreite des Ertrages durch Zukauf von internationalen Anleihen erhöht, weil zur »Inländerperformance« des jeweiligen Rentenmarktes die Währungsschwankung hinzukommt. Da diese Schwankungen zwischen den verschiedenen Währungen jedoch teilweise gegenläufig sind, kann man durch optimales Beimischen die Ertragsschwankungen glätten, also das Risiko minimieren.

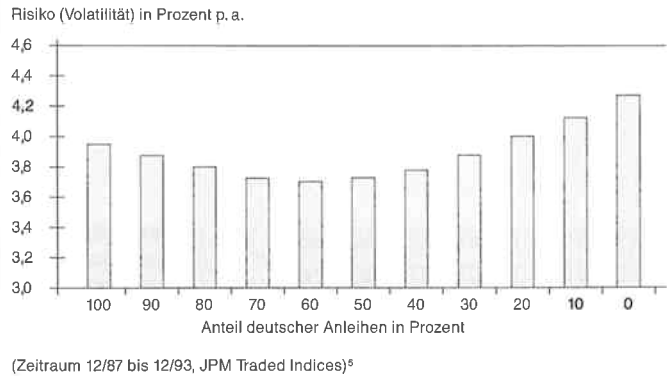
Simulationsrechnungen zeigen allerdings, daß die Risikoreduktion nur bis zu einem bestimmten Mischungsverhältnis eintritt; danach steigt das Risiko allmählich wieder an (Abbildung 2). Führt man das Resultat der Ertragssteigerung und der Risikoreduktion durch stufenweise Beimischung internationaler Anleihen zusammen, so ergibt sich das bekannte Bild der historischen Effizienzlinien.

Eine fortschreitende Konvergenz innerhalb Europas würde den Effekt der

**Abbildung 1: Ertragssteigerung durch Beimischung internationaler Anleihen**



**Abbildung 2: Risikoreduktion durch Beimischung internationaler Anleihen**



Diversifizierung, vor allem den der Risikoreduktion, zweifelsohne kleiner werden lassen. Dies ist jedoch nicht mehr erkennbar. Die Entwicklungen der jüngsten Vergangenheit (EWS-Krise, Rentenmarktcrash) ließen die Korrelationen geringer werden, was auf weiterhin positive Diversifizierungseffekte hindeutet. Erscheinen diese irgendwann zu gering, so wäre nur noch eine weltweite Streuung sinnvoll (wie im übrigen auch bereits jetzt im Rahmen der kundenseitigen strategischen Asset Allocation für das Gesamtvermögen).

### Aktives oder passives Management?

Die dargestellten positiven Effekte auf das Gesamtportefeuille resultieren bereits aus der Beimischung europäischer Renten in der Struktur des ausgewählten Indexes. Darüber hinaus ist es in der Regel das Ziel eines Portfoliomanagers, »den Markt« (die Benchmark) durch einen aktiven Managementansatz zu schlagen, d. h. besser abzuschneiden als bei einer »Buy-and-hold-Strategie«.

In dem bereits zitierten Interview<sup>6</sup> teilt Sharpe dem aktiven Management allerdings eine klare Absage. Gefragt nach den häufigsten Fehlern von Anlegern bei der Aktienanlage antwortet er: »Sie ... türmen zu hohe Kosten auf, d. h. das dauernde Rein und Raus aus Aktien kostet sie zu viel.« Eine weitere Gefahr des aktiven Ansatzes wird bei Cuthbert<sup>7</sup> beschrieben: Durch aktives Management werden Risiken eingegangen, die mit

dem ursprünglichen Kundenauftrag nichts zu tun haben.

Es würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen, die Kontroverse über die Sinnhaftigkeit des aktiven oder passiven Ansatzes ausdiskutieren. Für den Europäischen Rentenfonds wählten wir nach einer konkreten strategischen Asset Allocation einen grundsätzlich passiven Managementstil mit begrenzten aktiven Elementen. Die Hoffnung, mit einer aktiven Komponente den Markt schlagen zu können, basiert dabei auf folgenden Thesen:

- Geringer Insidereinfluß

Die Haupteinflussfaktoren für die Zinsentwicklung sind überwiegend makroökonomischer Natur, allgemein zugänglich und durch Nachrichtentechnik überall fast gleichzeitig verfügbar. Dadurch und durch die hohen Volumina gibt es am Rentenmarkt (praktisch) keinen Insidereinfluß, so daß die Performance des Marktes insgesamt für die Gruppe der normalinformierten Anleger zumindest im Durchschnitt erreichbar erscheint.

Dies ist eine günstigere Ausgangsposition als bei Aktienindizes, die auch die Aktivitäten von »Insidern« widerspiegeln. Betrachtet man die Ergebnisse der Universen von Performance-measurement-Gesellschaften, so wird die Vermutung bestätigt.<sup>8</sup>

- Nutzung von Zyklen

Die Kursentwicklung an den Rentenmärkten verläuft in zwar unregelmäßigen, aber doch deutlich erkennbaren

Zyklen. Wenn es also gelingt, die Megatrends in der Zinsentwicklung nur annähernd richtig zu antizipieren, während andere bedeutende Anlegergruppen, die die Struktur des Indexes mitprägen, sich traditionell passiv verhalten (»Buy-and-hold-Strategie« von Großanlegern), sollte es möglich sein, den Markt zu schlagen.

- Laufzeiteneffekt

Da im langfristigen Durchschnitt an den Zinsmärkten eine »normale« Zinsstruktur herrscht, kann durch den sogenannten »Ritt auf der Zinsstrukturkurve« (z. B. Kauf von 6jährigen Papieren zur herrschenden Rendite, die ein Jahr später bei unveränderten Zinsverhältnissen als 5jährige zur herrschenden niedrigeren Rendite verkauft werden) eine Überrendite entstehen. Hier gilt wiederum das Argument, daß derartige Strategien von großen Anlegergruppen (noch) nicht verfolgt werden, diese aber die Struktur des Indexes und damit die durchschnittliche Performance mitprägen.

- Marktsegmentspread

Betrachtet man jede Abweichung von der Struktur des als Benchmark vorgegebenen Government Bond-Indexes als aktive Komponente des Portfoliomanagements, so gilt dies auch für den Kreis der einzubeziehenden Emittenten. Lassen wir halbstaatliche Unternehmen zu, so fällt im Vergleich zu Government Bonds ein Spread als zusätzlicher Ertrag bei praktisch unverändertem Risiko an. Dieser dürfte zumindest die Transaktionskosten des Fonds decken, die im Index nicht anfallen.

## Benchmarkkonzeption aus der Sicht des Anlegers . . .

Aus der Sicht eines Anlegers, der den Anspruch erhebt, die strategische Asset Allocation für sein Gesamtvermögen in die eigene Hand zu nehmen und diese nicht dem Zufall zu überlassen, sind Benchmarkvereinbarungen unverzichtbar. Gibt der Anleger dem Portfoliomanager eine Benchmark vor, so ist er sich der Chancen und Risiken, die der Benchmark selbst innewohnen, bewußt. Betrug die Performance der Benchmark minus 20 Prozent, während das betreute Portfolio nur einen Wertverlust von 18 Prozent verzeichnete, war der Portfoliomanager erfolgreich.

Für den hier beschriebenen Anlegertypus stellt das singuläre Ereignis »Performance minus 18 Prozent« keine Katastrophe dar, da er die Chancen und Risiken der einzelnen Märkte und deren Korrelationen untereinander kennt, diese als Erwartungswert in die Zukunft verlängert und daraus ein für seine Verhältnisse, optimales Gesamtportefeuille abgeleitet hat. In anderen Perioden wird der betrachtete volatile Markt in die positive Richtung ausschlagen und auch dann seinen Beitrag zur Performance des Gesamtportefeuilles leisten.

## . . . und aus Sicht des Portfoliomanagers

Das Konzept gibt dem Portfoliomanager die Sicherheit, daß nur seine eigene Leistung beurteilt wird, stellt aber zugleich auch hohe Anforderungen an ihn; denn mit dem Benchmarkkonzept wird die durchschnittliche Performance des Marktes zur Minimalanforderung erhoben. Seine Leistung wird meßbar und einem objektiv, ohne besondere Marktkenntnisse erzielbaren Ergebnis gegenübergestellt. Wichtig ist, die Spielregeln klar und eindeutig zu definieren, insbe-

sondere, wenn im Rahmen eines Managementauftrages eine erfolgsabhängige Vergütung vereinbart werden soll.

Neben einer Vielzahl von Kriterien stehen Nachvollziehbarkeit, realistische Indezelemente und Qualität des Reportings über das zugrundeliegende Indexsystem für die Benchmark im Vordergrund. Im Vorfeld zu dieser Konzeption wurden bei der Commerzinvest systematisch sechs internationale Indexsysteme untersucht.<sup>9</sup> Die Wahl fiel auf das Indexsystem von J. P. Morgan. Vor allem das Liquiditätskriterium (Auswahlkriterium für die Indezelemente) und die Verfügbarkeit gaben hierzu den Ausschlag.

## Definition der »aktiven Komponente«

Der J. P. Morgan-Index stellt in seiner Zusammensetzung nach Marktkapitalisierung keine effiziente Mischung im Sinne der Portfoliotheorie dar. Eine solche könnte aus den historischen Risk- und Returnziffern und der Korrelation der länderspezifischen Daten ermittelt und als Benchmark verwendet werden.

Allerdings stellt sich die Frage, ob der zu betreibende Aufwand und die Verkomplizierung des Controlling in einem vernünftigen Verhältnis zum erwarteten Nutzen stehen. Die meisten Anleger sind erst im Begriff, eine internationale Diversifizierung einzuleiten. Entscheidend ist in diesem Stadium, den eingeschlagenen Weg konsequent, mit ausreichenden Volumina und relativ einfach zu handhabenden Konzepten zu gehen.

In Ergänzung zu möglichen internen Anlagevorschriften des Anlegers und gegebenenfalls unter Berücksichtigung der Grenzen des KAGG (Spezialfonds) sollten für folgende Abwei-

chungsrisiken Ober- und Untergrenzen festgelegt werden:

- Marktgewichtungen
- Zinsänderungsrisiken in den einzelnen Ländern
- Währungsrisiken in den einzelnen Ländern
- Kassenhaltung
- Einsatz von Derivaten

## Relative oder absolute Limitierung?

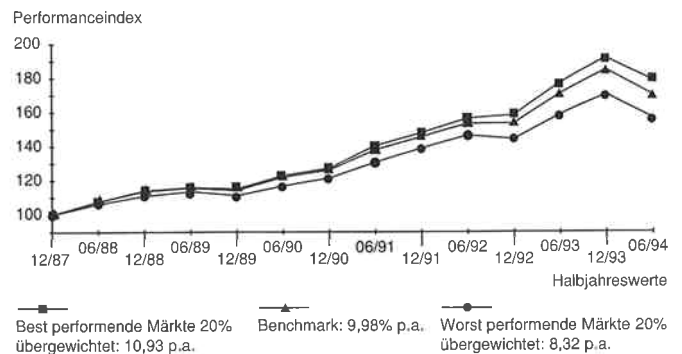
Zunächst wäre für alle Kriterien zu entscheiden, ob die Abweichungsrisiken absolut oder relativ zu limitieren sind. Bei absoluter Limitierung z. B. der Marktgewichtungen dürfte der Portfoliomanager für jedes Land unabhängig von dessen Indexgewicht ein bestimmtes Risiko »verbrauchen«.

Beispiel: Ein großes Land habe ein Indexgewicht von 40 Prozent, ein kleines von 5 Prozent. Wäre es zulässig, das jeweilige Risiko um (absolut)  $\pm 5$  Prozentpunkte zu variieren, dürfte die Marktgewichtung des kleinen Landes zwischen 0 und 10 Prozent liegen, die des großen zwischen 35 und 45 Prozent. Ließe man dagegen eine relative Schwankung um  $\pm 20$  Prozent zu, so betrüge die Spanne 4 bis 6 bzw. 32 bis 48 Prozent.

Beide Methoden haben Vor- und Nachteile. So mag eine Variation des Marktgewichtes zwischen 4 und 6 Prozent dem Portfoliomanager zu gering erscheinen, als daß es sich überhaupt lohnen würde, Zeit und Informationskosten darauf zu verwenden.<sup>10</sup> Dies spräche für eine absolute Limitierung. Allerdings könnte dann bei den großen Ländern, auf die sich Researchkapazitäten und damit eventuelle Informationsvorteile in der Regel konzentrieren, relativ wenig bewegt werden.

Gegen die Festlegung absoluter Toleranzgrenzen spricht ferner, daß da-

**Abbildung 3: Auswirkungen der »aktiven Komponente«  
– Marktgewichtung –**



mit die vom Anleger gewünschte Streuung der Anlagen teilweise ausgehebelt werden könnte. So wäre es zum Beispiel möglich, die kleineren Länder weitgehend aus dem Portfeuille zu verbannen.

Die Bemessung der Grenzen müßte idealtypisch in der Weise erfolgen, daß der Anleger über sämtliche Assets seines Vermögens neben dem normalen Portfeuilleerisiko als zweite Risikoebene die Toleranzgrenzen sämtlicher Unterportfeuillees in ihrer Gesamtheit untersucht und festlegt.

Wiederum gilt: Es ist besser, Lösungen zu finden, die sowohl für den Portfoliomanager als auch für den Anleger einfach zu handhaben und zu überwachen sind, als einen Stab von Mathematikern auf die Suche nach dem optimum optimorum zu schicken. Wir entscheiden uns pragmatisch für die (relative)  $\pm 20$ -Prozent-Regel.

### Marktgewichtungen

Über die Steuerung der Marktgewichtungen können erhebliche Performancebeiträge erzielt werden.<sup>11</sup> Wird ein Land mit stark rückläufigem Zinsniveau gegenüber der Benchmark übergewichtet, so kommt es ceteris paribus zu einer positiven Outperformance (und umgekehrt bei Untergewichtung bzw. Übergewichtung und steigendem Zinsniveau). Die zulässige Spanne des Gesamtinvestitionsgrades kann sich entweder aus der Summe der Einzellimitierungen ergeben oder ihrerseits definiert werden.

Obwohl die Marktgewichtung im gewählten Indexsystem von J. P. Morgan monatlich variieren kann, wird die Benchmark aus Vereinfachungsgründen nur quartalsweise angepaßt. Die jeweiligen Portfoliogewichte dürfen maximal um  $\pm 20$  Prozent vom Indexgewicht abweichen.

Das Zinsänderungsrisiko resultiert aus der jeweiligen Laufzeitenstruktur, genauer: aus dem sich daraus ergebenden Gesamt-Cash-Flow bzw. der Duration in den einzelnen Ländern. Da eine unmittelbare Orientierung an den Cash Flows zwar sehr einfach zu handhaben wäre,<sup>12</sup> aber leider im Bondportfoliomanagement kaum verbreitet ist, limitieren wir das Risiko mit Hilfe der Duration (zulässige Spanne  $\pm 20$  Prozent je Land).

### Zinsänderungs- und Währungsrisiko

Selbstverständlich ließen sich auch hier Verfeinerungen einbauen (etwa eine multiplikative Verknüpfung von Duration und Ländergewichten und Limitierung der Abweichung zwischen Portfeuille und Benchmark).

Die Fremdwährungskomponente hat bei Weltbondportfolios bis zu 50 Prozent Anteil an Volatilität und Ertrag. Sie ist in den aus der Historie abgeleiteten Effekten auf das Gesamtportfeuille enthalten. Eine völlige Absicherung gegen Wechselkursrisiken hätte erhebliche Kosten zu Lasten der Performance verursacht und nicht den gewünschten Risikoausgleich im Gesamtportfeuille ermöglicht.

Das Währungsrisiko – bzw. die Währungschance – sind also bewußt akzeptierte Komponenten des Gesamtportfeuillees und sollten deshalb ebenfalls nur innerhalb definierter Bandbreiten ( $\pm 20$  Prozent der jeweiligen Ist-Marktgewichtungen) variierbar sein.

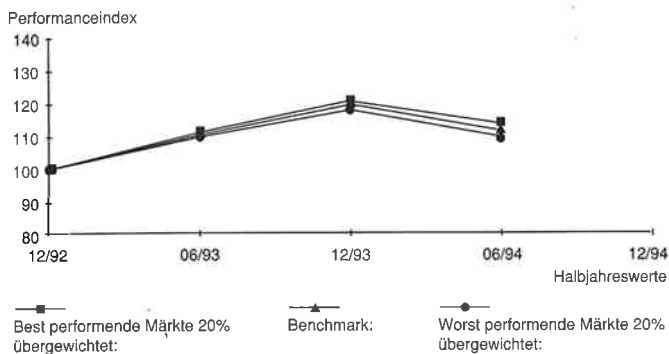
Da Kuponzahlungen auf die im Index enthaltenen Anleihen noch am selben Tag in dieselbe Anleihe reinvestiert werden, kennt der Index keine Kassenhaltung. Dies ist in einem real geführten Portfeuille wegen zu kleiner Volumina nicht möglich. Folglich wäre der Portfoliomanager bei im langfristigen Durchschnitt normaler Zinsstruktur systematisch im Nachteil: Während der Index stets die höheren Bond-Renditen auf das voll investierte Kapital vereinnahmt, müßte sich der Portfoliomanager mit Geldmarktzinsen auf einen Teil des Portfeuillees begnügen.

Dieses Problem kann durch eine Quote für Kassenhaltung in der Benchmark gelöst werden. Wir berücksichtigen 5 Prozent, die mit dem von der Deutschen Bank über Reuters veröffentlichten DM-Durchschnittssatz »MONA« (abzüglich 0,3 Prozent) verzinst werden. Sinnvollerweise sollte es zulässig sein, die Kasse auch in Fremdwährung zu halten.

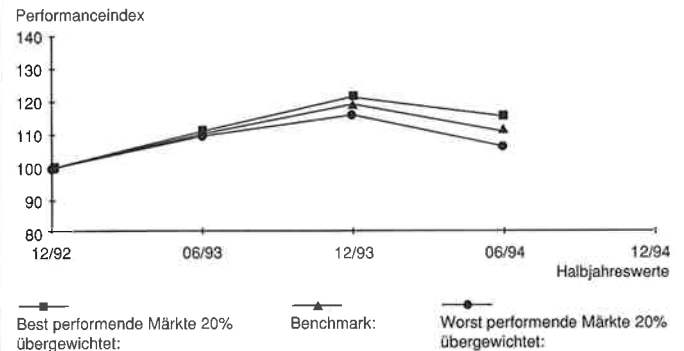
### Derivative Instrumente

Derivative Instrumente sind ebenfalls in das Limitsystem der »aktiven Komponente« einzubeziehen, weil von ihnen erhebliche Hebeleffekte auf das eingesetzte Kapital ausgehen können. Derivate mit deterministischen Zahlungsströmen (Zinsswaps, Futures, FRA) finden bei konsequenter Anwendung der oben definierten Regeln auf alle einzelnen Risikokomponenten eine automatische Begrenzung, sofern das Volumen des Underlying entsprechend berücksichtigt wird.

**Abbildung 4a: Auswirkung der »aktiven Komponente«  
– Marktgewichtung –**



**Abbildung 4b: Auswirkung der »aktiven Komponente«  
– Zinsänderungsrisiko –**



Wird keine Begrenzung des Gesamtinvestitionsgrades festgelegt, kann dieser auf maximal 120 Prozent ansteigen, und zwar entweder bei der Zins- und Währungskomponente gemeinsam oder einzeln. Theoretisch könnte das gesamte Risikovolumen des Portfolios durch Derivate dargestellt und das vorhandene Kapital in der Kasse gehalten werden. Sofern dies – aus welchen Gründen auch immer – nicht zulässig sein soll, kann eine maximal zulässige Kassenquote definiert werden. Derivate mit Optionscharakter sind separat zu limitieren.

### »Aktive Komponente«

Im Zusammenhang mit einer erfolgsabhängigen Verwaltungsvergütung und der Frage, ob sich der Aufwand des aktiven Teiles gegenüber einem vielleicht selbst zu bewerkstelligen passiven Ansatz auszahlt, mußte die Abweichungsmöglichkeit (tracking error) herausgefunden werden. Hierzu wurde ein aufwendiges »Szenario-backtesting« durchgeführt.

Die relevante Frage lautete: Wie hätte sich die Performance des Fonds im Vergleich zur Benchmark entwickelt, wenn man bei halbjährlicher Allokierung ausschließlich optimale/suboptimale Entscheidungen getroffen hätte?

Die »aktiven Komponenten« waren dabei zuerst die Ländergewichtung, dann die Laufzeitenentscheidung und als dritte Dimension die Währungsentscheidung. Die Rentenmärkte wurden dabei gemäß ihrer Gewichtung nacheinander berücksichtigt. Auf den Einsatz von derivativen In-

strumenten wurde verzichtet; Transaktionskosten blieben unberücksichtigt. Abbildung 3 zeigt beispielhaft den Einfluß der Marktgewichtung als »aktive Komponente«.

Für den Zeitraum des Backtesting von 5,5 Jahren erzielte die Benchmark 9,98 Prozent p. a., das Bestcase-Szenario 10,93 Prozent und das Worstcase-Szenario 8,32 Prozent. Diese relativen Abweichungen von – 16,6 bzw. + 9,5 Prozent, nur aufgrund der Variation innerhalb einer Dimension, erscheinen nutzbar und signifikant.

Erwähnenswert ist die asymmetrische und periodische Out/Underperformance, die in der Abbildung 3 deutlich wird. Wären alle Märkte gleichgewichtet und jederzeit die Returns gleichverteilt, so ergäbe sich ein symmetrisches Bild. Durch die Dominanz einiger weniger Märkte im Europaindex und deren zeitweise starke Abweichung (z. B. während der EWS-Krise) kommt es jedoch zu dem erwähnten Bild.

Die Asymmetrie und starke periodische Schwankung gilt ebenso für die Laufzeiten- und Währungsentscheidung. Deshalb wurden zur Verdeutlichung die Abbildungen 4a und 4b mit einem wesentlich kürzeren Zeitraum beigefügt.

Während z. B. in einer Phase wie seit 12/92 mit relativ geringen Währungsänderungen innerhalb Europas die beste oder schlechteste Währungsentscheidung kaum etwas zum tracking error beigetragen hat, brachte in dieser Phase der unterschiedlichen Veränderungen der Renditestrukturen

die Laufzeitenentscheidung eine große Abweichung. Die Marktgewichtung hat dagegen in diesem Zeitraum wegen der hoch korrelierten Gesamtmarktergebnisse den tracking error nur zweitrangig erhöhen können (geringe Spannweite in Abbildung 4a).

Festzuhalten bleibt, daß die »aktive Komponente« innerhalb der definierten Grenzen annualisiert zu einer Abweichung von bis zu  $\pm 1,5$  Prozent hätte führen können. Diese historischen Ergebnisse bezüglich der möglichen Spannweite der Abweichungen, wurden nach Eingabe der Struktur in moderne Risikomanagement-Software<sup>13</sup> als sogenannter »predicted tracking error« bestätigt. Die Ergebnisse fanden bei der erfolgsabhängigen Verwaltungsvergütung Berücksichtigung und befürworteten die Durchführung eines solchen Konzeptes.

### Praktische Erfahrung

Die Erfahrungen der ersten zwölf Monate bestätigten die Praktikabilität des vorgestellten Konzeptes. Trotz hochvolatiler Märkte konnte jederzeit die Ertrags-/Risikostruktur des Fonds kontrolliert und gesteuert werden. Als Mindestgröße für ein solches Konzept, aufbauend auf dem europäischen Index, stellte sich ein Fondsvolumen von 50 bis 75 Mill. DM heraus.

Die regelmäßige Strukturanalyse zog bei konstanter Strategie nur gelegentliche Transaktionen wegen »Grenzüberschreitungen« nach sich. Es erscheint ratsam, die Abwei-

**Abbildung 5: Analyse der Abweichungskomponente pro Markt – monatliche Durchschnittswerte UK –**



Zeitraum März-Juli 1994, 4 GBP-Anleihen versus JPM Traded Index UK (=35)

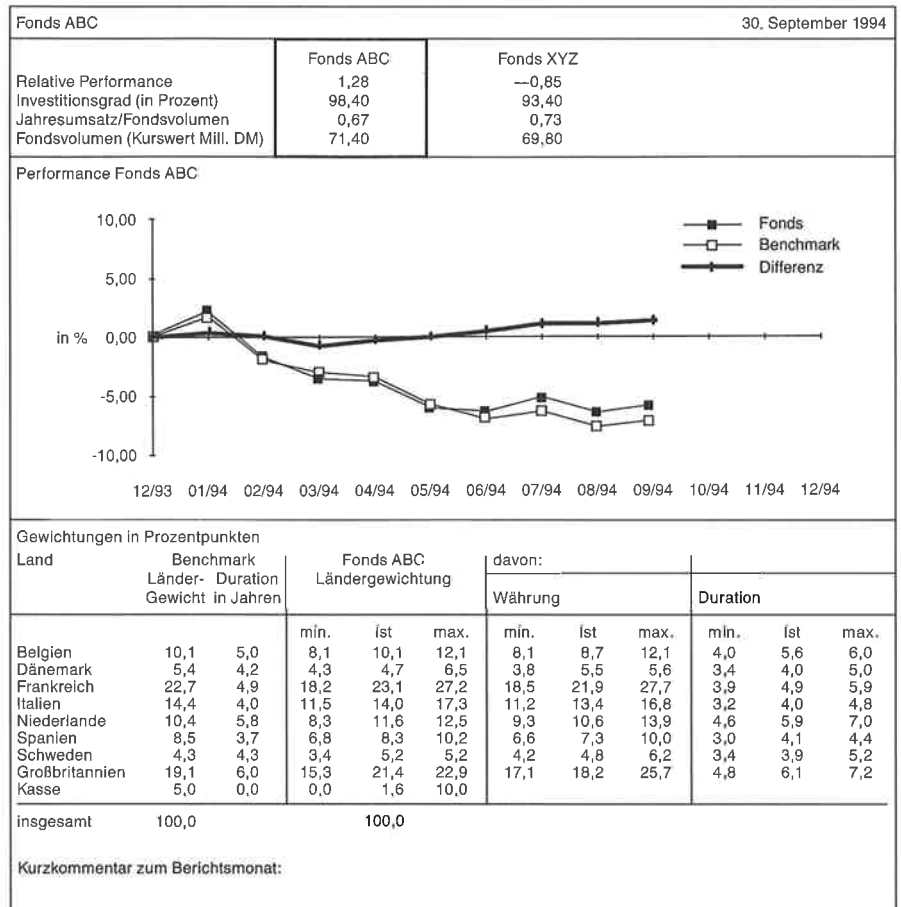
chungsgrenzen nicht voll auszu-schöpfen, um nicht bei jeder grö- ßeren Marktbewegung Umsätze tätigen zu müssen. Die Umschlagshäufigkeit des besagten Fonds lag etwas niedri- ger als bei vergleichbaren internati- onalen Rentenfonds.

Wegen der hohen Indexländerge- wichte von beispielsweise Frankreich und England und der maximal zuläs- sigen Grenzen pro Emittent gemäß § 8a KAGG konnte nicht die volle Län- dergewichtung gemäß Benchmark in Staatsanleihen investiert werden.<sup>14</sup> Hier wurden hochliquide Euroanlei- hen mit vergleichbarem Rating heran- gezogen.

Um den Verwaltungsaufwand zu mi- nimieren und direkt handelbare No- minalbeträge zu erhalten, beschrän- kte man sich anfangs auf drei Anlei- hen pro Markt. Die monatliche Perfor- manceanalyse zeigte eine relative Under-/Outperformance innerhalb der vorausgerechneten Schwankungs- breite. Bei der Analyse der Abwei- chungskomponente pro Markt fiel al- lerdings auf, daß die geringe Anzahl von Einzeltiteln ein hohes Abwei- chungsrisiko in sich birgt.

Abbildung 5 bestätigt einerseits die schon weiter oben getroffene Aussa- ge über die Bedeutung der Laufzei- tenentscheidung, vor allem in 1993 und 1994. Andererseits wird jedoch deutlich, daß ungefähr ein Drittel ei- ner Abweichung aus der Titelauswahl hervorgerufen wurde. Unter Titelaus- wahl verbirgt sich einerseits die Ver- wendung von Spreadprodukten und andererseits die nur geringe Anzahl von Anleihen aus einer größeren Grundgesamtheit.

**Abbildung 6: Europäische Rentenfonds**



Während man wegen der gesetzli- chen Restriktionen das Spreadrisiko/ die Spreadchance akzeptieren muß- te, hätte man das spezifische Risiko reduzieren können. Es resultiert dar- aus, daß als Länderindizes die breite- sten (= Traded Index) von J. P. Mor- gan genutzt werden.

Das bedeutet z. B. für den englischen Markt, daß ca. 35 repräsentative Staats- anleihen in der Benchmark enthalten sind. Wird nun die Benchmark mit nur drei Anleihen dupliziert, so ist das Ab- weichungsrisiko offensichtlich. Als Lö- sungsmöglichkeiten bieten sich eine Erhöhung der Anzahl der im Fonds ent- haltenen Anleihen an oder eine Festle- gung auf Indizes mit wesentlich weni- ger Anleihen (z. B. Benchmark-, Active- Index von J. P. Morgan).

Letztendlich sollen noch zwei weitere Abweichungsquellen Erwähnung fin- den. Durch die taggleiche Reinvesti- tion anfallender Stückzinsen im In- dexsystem von J. P. Morgan und die mögliche Kupondifferenz durch die

Einzeltitelauswahl kommt es zu mar- ginalen, aber nachweisbaren Abwei- chungen. Etwas deutlicher sind die Abweichungen, die von unterschiedli- chen Währungskursen herrühren.

Während deutsche Kapitalanlagege- sellschaften die Frankfurter Devisen- kassakurse zur Bewertung einspie- len, liegen dem Indexsystem die Lon- doner Schlußkurse zugrunde. Für ei- nen Berichtszeitraum spielt dies kei- ne Rolle; Bedeutung gewinnt dies je- doch bei stichtagsbezogener Ertrags- berechnung für z. B. eine leistungsab- hängige Verwaltungsvergütung. Es erscheint deshalb angebracht, die- sem Sachverhalt durch eine breitere Staffelung der Erfolgsstufen Rech- nung zu tragen.

Für Controllingzwecke lassen sich sämtliche Komponenten der Bench- mark sowie die Anlageergebnisse (= vertikal), auch im Vergleich zu eventuell konkurrierenden Fonds (= horizontal), in komprimierter Form darstellen (Abbildung 6).

Der Aufwand eines aktiven Managementansatzes im Rahmen der definierten Grenzen erscheint nutzbar und gerechtfertigt. Der Anleger kann mit Sicherheit davon ausgehen, daß neben dem Benchmarkrisiko das eingegangene Risiko kalkulierbar bleibt. Nachvollziehbarkeit und Klarheit der Darstellung sind die Stärken dieses Konzeptes.

\* Holger Benke ist Leiter der Abteilung Vermögensverwaltung bei der Volkswagen-Stiftung, Claus Sendelbach ist bei der Commerzbank Investment Management

GmbH Portfoliomanager und zuständig für die internationale Asset Allocation.

<sup>1</sup> Vgl. Handelsblatt vom 19. 11. 1993, S. 14.

<sup>2</sup> Vgl. M. Bode/van Echelpoel, A./Slevi, Chr.: Multinationale Diversifikation: viel zitiert, kaum befolgt, in: Die Bank 4/94, S. 202ff.

<sup>3</sup> Betrachtet wurden verschiedene Perioden ab 1970, Monatswerte, 10jährige Staatsanleihen; eigene Berechnungen (Commerzinvest).

<sup>4</sup> Infolge der zwischenzeitlich eingetretenen Wechselkursveränderungen hat sich der Vorteil zum Stichtag 31. 12. 1994 verringert. Deutsche Anlagen (100 Prozent) brachten eine durchschnittliche Performance von 5,4 Prozent, europäische 5,8 Prozent.

<sup>5</sup> Der angestrebte Diversifizierungseffekt ist per 31. 12. 1994 in vollem Umfang erhalten geblieben: 100 Prozent deutsche Anlagen 4,2 Prozent, Tiefstwert 3,98 Prozent bei je 50 Prozent Anteil, nur europäische Anlagen 4,57 Prozent.

<sup>6</sup> Vgl. Handelsblatt vom 19. 11. 1993, S. 14, weiterhin: WM-Edinburgh, Cost of Activity, 1993/92 (Studie).

<sup>7</sup> Vgl. Cuthbert, John: Leaving it to the experts, in: Investment International, 9/1990.

<sup>8</sup> Langfristige Ergebnisse zeigen bei internationalen Rentenfonds einen deutlich höheren Anteil an Fonds mit Outperformance als bei internationalen Aktienfonds; vgl. hierzu Russel, Frank: Wertentwicklung deutscher Rentenfonds (Quartalsberichte) bzw. The WM Company: Why international Bonds?, März 1993.

<sup>9</sup> Untersucht wurden die Indexsysteme von: J. P. Morgan, S. Lehman, Merrill Lynch, Sal. Brothers, EFFAS, UBS.

<sup>10</sup> Siehe hierzu weiter unten: Auswirkungen der »Aktiven Komponente«.

<sup>11</sup> Für einen fast 6jährigen Zeitraum ergaben sich im backtesting unseres Modells Abweichungen von - 16,6 und + 9,5 Prozent der annualisierten Returns.

<sup>12</sup> Vgl. Benke, H.: Benchmarkorientierung im Zinsmanagement, in: Die Bank 2/93, S. 106ff.

<sup>13</sup> Vgl. BARRA, GLOBO-Software.

<sup>14</sup> Dies gilt für das Kapitalanlagegesetz vor der zweiten Novellierung per 1. 8. 1994.