

Benchmarks in der Vermögensverwaltung für Privatkunden

Mit der Umsetzung der MiFID wurde die aus der Portfoliotheorie abgeleitete Notwendigkeit zur Festlegung von Ankerpunkten für ein privates Kundenportfolio gesetzlich vorgeschrieben. Im Interesse des Kunden wie auch des Vermögensverwalters sollten dabei einige Grundsätze beachtet werden, damit diese Vergleichsgrößen aussagekräftig und umsetzbar bzw. investierbar sind. Im Falle eines aktiven Managements sind die Benchmarks aber nicht mit den Anlagezielen gleichzusetzen, sie stellen vielmehr den Startpunkt für das Portfoliomanagement dar.

Benchmarking als gesetzliche Vorgabe

In der Richtlinie 2006/73/EG – bekannt als Durchführungsrichtlinie zur MiFID – wird in Artikel 30 Absatz 2 festgelegt, dass „... die Wertpapierfirmen im Falle der Portfolioverwaltung auf der Grundlage der Anlageziele des Kunden und der Art der im Kundenportfolio enthaltenen Finanzinstrumente eine angemessene Bewertungs- und Vergleichsmethode, etwa eine aussagekräftige Vergleichsgröße, festlegen, damit der Kunde, für den die Dienstleistung erbracht wird, die Leistung der Wertpapierfirma bewerten kann.“ Im englischen Originaltext wird diese Vergleichsgröße als „meaningful benchmark“ bezeichnet. In Deutschland ist diese Vorschrift in § 5 Abs. 2 Lit. a) WpDVerOV wie folgt ausgeführt: „Die Beschreibung der Risiken muss ... folgende Angaben enthalten: ... eine Bewertungs- oder andere Vergleichsmethode, die dem Privatkunden eine Bewertung der Leistung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens ermöglicht ...“

Dementsprechend ist im deutschen Gesetz nicht explizit die Festlegung einer Vergleichsgröße oder einer Benchmark vorgeschrieben. Es ist aber jedem Finanzportfolioverwalter zu empfehlen, aus Gründen der Eindeutigkeit im Interesse des Kunden, aber auch im eigenen Interesse eine sinnvolle Vergleichsgröße zu spezifizieren. Die Festlegung von Benchmarks für Kundenportfolios wird im Asset Management für institutionelle Kunden seit Beginn der 90er-Jahre weltweit praktiziert und sollte auch in der Vermögensverwaltung für private Kunden als „Best Practice“ angesehen werden.

Ableitung aus dem Kundenprofil

Die Herleitung der Vergleichsgröße erfolgt über das Kundenprofil, also aus den übergeordneten Zielen, den Risikopräferenzen und dem Anlagehorizont. Der wesentliche Schritt besteht darin, dass die Vorstellungen des Kunden in am Markt investierbare Anlagen übersetzt werden müssen. Dies geschieht in der Regel auf Basis

historischer Rendite- und Risikokennzahlen dieser Anlagen, idealerweise im Rahmen einer langfristigen und ganzheitlichen Finanzplanung mit Simulationen des Vermögensverlaufs.

Das Ergebnis dieser Simulation ist eine Aufteilung des Vermögens auf Asset-Klassen, also auf Aktien, festverzinsliche Wertpapiere, Liquidität und gegebenenfalls auch



(fungible) Immobilien. Je nach Größe des Portfolios und nach Kenntnissen des Kunden kann eine feinere Aufteilung vorgenommen werden nach europäischen Aktien, internationalen Aktien, Emerging-Markets-Aktien und Renten, nach Staats- und Unternehmensanleihen etc. Für diese Segmente werden dann repräsentative Anlagen als Referenzanlagen – oder Einzel-Benchmarks – festgelegt. Die Benchmark für das Gesamtportfolio ergibt sich dann als Aggregation der Einzel-Benchmarks, gewichtet nach der gewünschten Aufteilung der Anlagen auf die Asset-Klassen oder Segmente.

Die Benchmark des Portfolios stellt somit die langfristige durchschnittlich erwünschte Anlageposition des Kunden dar, oft bezeichnet als Strategische Asset-Allokation. Besondere taktische Vorschläge des Vermögensverwalters über einzelne Über- oder Untergewichtungen spielen auf dieser Ebene per Definition keine Rolle. Als Kardinalsatz zur Beschreibung von Benchmarks gilt entsprechend, dass Benchmarks die Investments darstellen, in denen das

Kundenportfolio angelegt wäre, wenn der Vermögensverwalter keinen weiteren Auftrag für die aktive Umsetzung seiner Anlagestrategie erhalten würde.

„Das am häufigsten auftretende Missverständnis besteht darin, dass Benchmarks mit den Anlagezielen des Kunden direkt gleichgesetzt werden.“

Dr. Peter König

Unterschied zu Anlagezielen

Das am häufigsten auftretende Missverständnis besteht in der Praxis dann auch darin, dass Benchmarks mit den expliziten Anlagezielen des Kunden gleichgesetzt werden. Benchmarks stellen aber den Ausgangspunkt für die Vermögensverwaltung dar, nicht deren Zielsetzung. In der Renditedimension ergibt sich die Zielsetzung für die Vermögensverwaltung als Vorgabe, die Rendite der Benchmark mit aktivem Management zu übertreffen



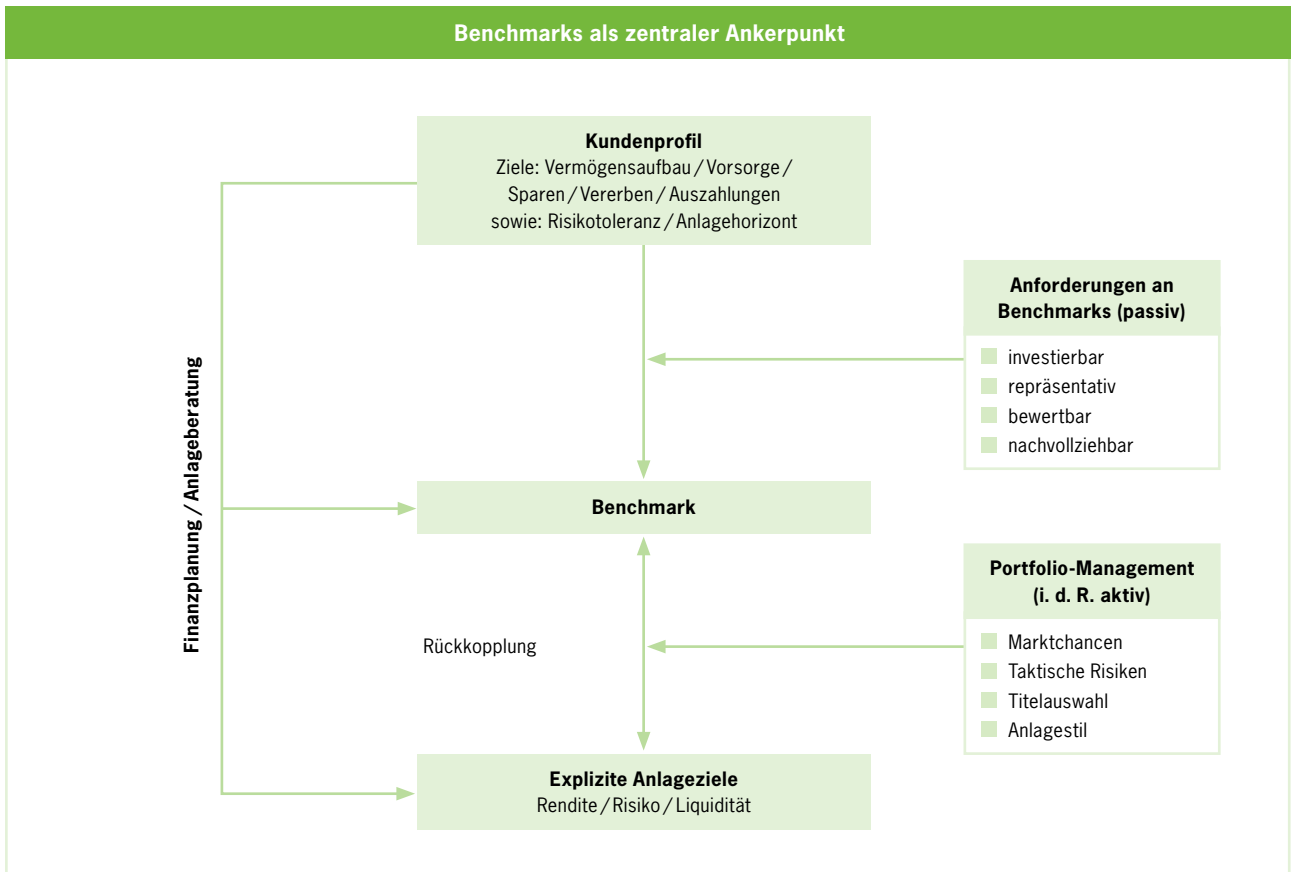
oder, im Sonderfall des passiven Managements, diese genau und kostengünstig nachzubilden. Allgemein gilt die Beziehung:

(Rendite / Risiko) Anlageziel = (Rendite / Risiko) Benchmark(-Simulation) plus (Rendite / Risiko) aktives taktisches Portfoliomanagement oder plus (Rendite / Risiko) passive Umsetzung

Ein typisches explizites Anlageziel in der Renditedimension wäre dann z. B. „Rendite des DAX (Benchmark) plus 2 %“. Bei einer Anforderung der Zusatzrendite im aktiven Portfoliomanagement – also die eigentliche Leistung des Managers – von 2 % wäre dann zu überprüfen, wie aktiv und mit welchem Zusatzrisiko diese Überrendite erwirtschaftet werden kann. In nahezu effizienten Märkten liegt die realistische Größenordnung einer Überrendite eher bei 0,5 % nach Kosten, und selbst dies wird von der Mehrheit der Manager nicht erreicht.

Absolute Renditen als Anlageziel

Umgekehrt werden explizite Anlageziele oft aus allgemeinen Zielvorstellungen abgeleitet. Dies sind häufig mittelfristig erwartete durchschnittliche Renditen, wie z. B. „6 % p. a.“. Nach dem oben aufgeführten Zusammenhang muss dieses Anlageziel in eine erwartete Rendite einer Benchmark und in eine erwartete aktive Rendite des Managers aufgeteilt werden. Dies ist notwendig um dem Manager einen fairen Vergleichsmaßstab zu gewährleisten, da die Rendite von 6 % im Markt nicht investierbar sein wird. Investierbar wäre hingegen eine sichere Anlage über den Investitionshorizont, so z. B. die aktuelle Rendite einer 3-Jahres-Bundesanleihe bei 3 Jahren Anlagehorizont. In diese – oder bei kleineren Volumina in ein vergleichbares verzinsliches Wertpapier oder Termingeld – könnte der Kunde auch ohne den Manager direkt investieren. Wichtig ist, dass diese Anlage seinen mittelfristigen Rendite-Risiko-Vorstellungen im Prinzip entsprechen muss, um keine unrealistischen Erwartungen zu wecken. Im Weiteren kann der Portfoliomanager auch bei einer solchen Benchmark Aktien im Portfolio investieren. Dies ist dann aber seine eigene aktive diskretionäre Entscheidung und nicht die des Kunden.



Nehmen wir an, die Rendite dieser Anleihe betrüge 4 % p. a., so ergibt sich für die erwartete Überrendite aus aktivem Management 2 % p. a. Dies ist ein sehr anspruchsvoller Wert, der mit risikoarmen Anlagestilen kaum zu erreichen sein wird. Insofern läge bei risikoaversen Kunden nahe, den Anspruch an das Anlageziel etwas zu reduzieren, beispielsweise auf 4,5 % oder 5 % p. a. Es findet also eine Rückkopplung zwischen den expliziten Anlagezielen, der Festlegung einer investierbaren Benchmark und der passenden Anlagestrategie statt.

In der Praxis wird diese Aufteilung in Benchmark-Rendite und Überrendite bei solchen Zielvorstellungen allerdings dann oft gar nicht vorgenommen. Es werden vielmehr in einem Schritt riskantere Anlagekombinationen wie z. B. 80 % Renten und 20 % Aktien als Benchmarks festgelegt und eine nicht näher spezifizierte Überrendite in Aussicht gestellt. Dies erweist sich dann ex ante als einfacher in der Beratung des Kunden, ex post allerdings oft als problematisch.

Erzielt der Vermögensverwalter nämlich nun eine Rendite oberhalb der erwarteten Gesamtrendite von 6 %, so dürfte seine Leistung vom Kunden in jedem Fall positiv bewertet werden. Es sollte dann allerdings zumindest ex post unterschieden werden zwischen der durch das Management erwirtschafteten Überrendite und der Rendite, die durch die direkte Zuordnung einer mit Marktrisiko behafteten Benchmark erzielt wurde. Dies ist prinzipiell deshalb wichtig, da ja auch der Fall eintreten kann, dass der Manager zwar eine Überrendite erwirtschaftet hat, das absolute Anlageziel aber dennoch verfehlt wurde. In durchaus nicht seltenen Fällen können sich bei einer wie hier gewählten Benchmark-Kombination sogar Vermögensverluste ergeben haben. In diesem Fall wird der Manager höchstwahrscheinlich genau diese Trennung machen und das Ergebnis auf „ungünstige“ Marktentwicklungen zurückführen. Im Unterschied zum vorigen Beispiel ist hier nämlich der Kunde für eine erfolgte Investition in Aktien in Höhe von 20 % seines Portfolios selbst verantwortlich, da er dieser Benchmark zu Beginn zugestimmt hat.

Benchmarks als zentraler und fairer Ankerpunkt

Die wenigsten Kunden werden dies aber akzeptieren, genau genommen nur diejenigen, deren Anlageziele wirklich in jedem Kapitalmarktszenario einer Kombination aus 80 % Renten und 20 % Aktien entsprechen. Deshalb ist es eben ganz grundsätzlich wichtig, die Anlageberatung zur Festlegung einer aussagekräftigen Benchmark sehr ernst zu nehmen und zum zentralen Punkt des Kundenge-



sprächs zu machen. Dies sollte nicht nur pro forma der neuen gesetzlichen Vorschrift zum Benchmarking Genüge tun. Das Benchmarking dient vielmehr dazu, dass in allen Marktphasen das Verhältnis zwischen Vermögensverwalter und Kunde ausbalanciert ist und die Leistung des Managers transparent bleibt.

Für schlechte Ergebnisse können nämlich nie die Benchmarks selbst oder das Benchmarking als Konzept verantwortlich gemacht werden, sondern eher eine inadäquate Festlegung der Benchmarks. Die Gefahr hierfür besteht immer dann, wenn im Zentrum der Beratung das Produkt steht, welches dann natürlich eine Benchmark im Hintergrund hat. In diesen Fällen kommt die Verankerung der Benchmark als neutrale Vergleichsgröße aber zu kurz. Pragmatisch ergibt sich die zentrale Frage für die Beratung oder Finanzplanung aus dem Kardinalsatz zur Beschreibung der Benchmark: „Wie wären Sie investiert, wenn wir kein aktives Portfoliomanagement aufsetzen würden?“ Diese Frage mag für manches Beratungsgespräch ernüchternd erscheinen. Sie ist aber von großer Bedeutung für die Vermeidung später auftretender Missverständnisse und daraus entstehender Probleme in der Kundenbeziehung – vor allem in schlechteren Marktphasen.

Dr. Peter König,

Geschäftsführer der DVFA,
Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse
und Asset Management GmbH, Dreieich