



## ANFORDERUNGEN AN BENCHMARKS > 1

### Eigenschaft

1. investierbar
2. replizierbar
3. repräsentativ
4. objektiv bewertet
5. transparent und nachvollziehbar

### Zielsetzung

reale neutrale Anlage im Markt  
mit dem Kundenvermögen erreichbar  
die Asset(-klassen) abbildend  
zur fairen Leistungsmessung  
zur verständlichen Leistungsmessung

## PRIVATKUNDENGESCHÄFT

# Benchmarks in der Vermögensverwaltung

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. Peter König

→ **Keywords:** Vermögensverwaltung, Benchmarking, Anlageziele, Performancemessung

In der Richtlinie 2004/39/EG – bekannt als Durchführungsrichtlinie zur MiFID – wird in Artikel 30 Artikel 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 empfohlen oder gar 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 neunziger Jahre weltweit praktiziert und sollte auch in der Vermögensverwaltung für private Kunden als Best Practice angesehen werden. Wenn hier Erkennt-

„Die strategische Asset Allocation wird aus dem Kundenprofil abgeleitet, also aus den Risikopräferenzen, Renditeerwartungen und Liquiditätswünschen des Anlegers.“

nisse aus Theorie und Praxis des Portfolio Managements berücksichtigt werden, lassen sich einige – wenn auch nicht alle – später möglicherweise auftretende Missverständnisse und Auseinandersetzungen zwischen Vermögensverwaltern und Kunden vermeiden.

## Grundsätzliche Anforderungen an Benchmarks

Die grundsätzlichen Anforderungen an Benchmarks lassen sich aus dieser Zielsetzung ableiten. Als Kardinalsatz gilt, dass Benchmarks die Investments darstellen, in denen das Kundenportfolio angelegt wäre, wenn der Vermögensverwalter keinen Auftrag für die Umsetzung seiner (aktiven) Anlagestrategie erhalten würde. Daraus ergibt sich, dass Benchmarks investierbar und für das Kundenportfolio replizierbar sein





sollten. Außerdem sollten sie repräsentativ sein für diejenigen Investments, mit denen sich die Anlageziele am besten erfüllen lassen. Dabei muss eine objektive Bewertung der Benchmarks beziehungsweise der darin abgebildeten Anlagen möglich sein, da ja sonst auch die Leistung des Vermögensverwalters in Relation dazu nicht objektiv bewertbar wäre. Schließlich muss die Konstruktion und Berechnungsmethode der Benchmarks transparent und nachvollziehbar sein, ebenfalls um eine sachgerechte Bewertung auf den Benchmarks aufsetzen zu können ▶ 1.

In der Praxis wird nicht jede Eigenschaft immer erfüllbar sein, es wird Abwägungen erfordern, zum Beispiel zwischen der Replizierbarkeit mit dem Kundenvermögen einerseits und der Repräsentativität für eine breite Assetklasse andererseits. Dennoch gelten gewisse Mindestanforderungen für alle diese Kriterien, und insbesondere die Eigenschaft der Investierbarkeit sollte immer gegeben sein, weil sonst die Messung der relativen Leistung des Portfolioverwalters unrealistisch zu werden droht. Mit diesen Eigenschaften stellt die Benchmark des Portfolios die neutrale Anlageposition des Kunden dar, oft bezeichnet als strategische Asset Allocation.

### Herleitung von Benchmarks

Diese strategische Asset Allocation wird aus dem Kundenprofil abgeleitet, also aus den Risikopräferenzen, Renditeerwartungen und Liquiditätswünschen des Kunden für sein Portfolio über den jeweiligen Anlagehorizont. Der wesentliche Schritt besteht darin, dass die Vorstellungen des Kunden in am Markt investierbare Anlagen gewissermaßen übersetzt werden müssen. Dies geschieht in der Regel auf Basis historischer Rendite- und Risikokennzahlen dieser Anlagen, und auf dieser strategischen Ebene idealerweise im Rahmen einer langfristigen Finanzplanung mit Simulationen des Vermögensverlaufs.

Das Ergebnis dieser Planung ist die Festlegung von Anlagerichtlinien in Form einer Aufteilung des Vermögens auf Assetklassen, 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

Benchmarks - festgelegt. Die Benchmark für das Gesamtportfolio ergibt sich dann als Aggregation der Einzel-Benchmarks, gewichtet nach der gewünschten Aufteilung der Anlagen auf die Assetklassen oder Segmente.

Bei solchen Zusammensetzungen ist dann noch die Häufigkeit der Rebalancierung zu den Ausgangsgewichten festzulegen. In der Praxis wird des Öfteren eine regelmäßige Rebalancierung der Benchmarks und dann auch der Portfolios vorgenommen, vor allem wenn Portfolios oder Fonds eng an so genannte Musterportfolios angelehnt und somit eher standardisiert sind.

Wenn diese Anpassung nicht im Rahmen einer Neufestlegung der strategischen Allokation auf Grund veränderter Rahmendaten beruht, so impliziert sie eine antizyklische taktische Allokation. Assetklassen mit auf Grund überdurchschnittlicher Renditen erhöhten Gewichten werden verkauft und solche mit unterdurchschnittlichen Renditen werden gekauft. Dies kann sich je nach Marktverlauf positiv oder negativ auf die relative Performance eines Kundenportfolios auswirken. Eine besondere Bedeutung kommt auch der Tatsache zu, dass Umschichtungen im Portfolio mit Transaktionskosten verbunden sind, die bei Umschichtungen von Benchmarks so nicht berechnet werden. Tendenziell verschlechtert also das Rebalancieren von der Kostenseite her die relative Performance des Managers.

### Behandlung von Zu- und Abflüssen im Kundenportfolio

Neben der Frage des adäquaten Rebalancierens von Benchmark und Portfolio können sich bei der Implementierung noch Inkongruenzen durch unterschiedliche Zu- und Abflüsse ergeben. Das Portfolio eines Privatanlegers weist in der Regel Abflüsse durch Quellensteuern auf, die in einer Benchmark so nicht berücksichtigt werden können und somit die Rendite relativ zur Benchmark beeinträchtigen. In ähnlicher Weise wirken Zins- oder Dividendenzahlungen. Diese können im Portfolio oft nicht genau so reinvestiert werden, wie dies bei der Berechnung der meisten Indizes und damit der Benchmark erfolgt, was bei steigenden Märkten dann ebenfalls in relativen Performance-Nachteilen resultiert.

Diese Effekte sind nur mit erheblichem Aufwand genau zu berechnen, man sollte sich aber ihrer Existenz bewusst sein. Kompensationsmaßnahmen wie das Heranziehen von Preisindizes anstelle von Per-

formanceindizes bei der Benchmark-Festlegung spiegeln hingegen oft nicht die reale Entwicklung des Portfolios wider.

Größere Auswirkungen auf die Berechnung relativer Renditen können sich allerdings dadurch ergeben, dass separate Zu- und Abflüsse seitens des Kunden nicht zeitgerecht erfasst werden. Um eine sinnvolle Vergleichsrechnung zwischen Portfolio und Benchmark zu gewährleisten, müsste zunächst einmal ein Zufluss oder eine Auszahlung immer nur an einem Bewertungsstichtag erfolgen. Des Weiteren müsste der Zufluss direkt kongruent in die Portfoliostruktur investiert werden, bei einem Abfluss müsste kongruent desinvestiert werden. Bei der Berechnung von Renditen müsste dann auch entweder eine neue Teilperiode begonnen werden, oder mit der Gewichtung der unterschiedlichen Portfoliovolumina eine adjustierte Renditeberechnung erfolgen.

Die kongruente und fristgerechte Investition oder Desinvestition kann dabei noch der Leistung des Portfolioverwalters zugerechnet werden. Dieser kann auch darauf hinwirken, dass die Mittel möglichst nur an Bewertungsstichtagen zu- oder abfließen und zwischenzeitlich auf einem separaten Konto angelegt werden. Somit verbleibt als besondere Herausforderung für die Vergleichsrechnung des Portfolios mit der Benchmark die Aufteilung in Teilperioden beziehungsweise die geldgewichtete Berechnung der Portfoliorendite. Auch wenn daraus ein besonderer Aufwand in der Administration entsteht, erscheint diese Bereinigung der Berechnungen zumindest bei signifikanten Zu- oder Abflüssen unumgänglich.

#### Differenzierung zu Anlagezielen

Das am häufigsten auftretende Missverständnis besteht in der Praxis darin, dass Benchmarks mit den Anlagezielen des Kunden direkt gleichgesetzt werden. Benchmarks stellen aber den Ausgangspunkt für die Vermögensverwaltung dar, nicht deren Zielsetzung. In der Rendite-Dimension 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). Ein typisches Anlageziel wäre dann zum Beispiel „Rendite des DAX (Benchmark) plus 2 %“ oder bei absoluten Renditevorstellungen „Rendite der sicheren Anlage des 1-Jahres-Termingeld (Benchmark) plus 1 %“.



**„Eine Überprüfung der aktiven Strategie ist vor allem dann nahezulegen, wenn das Kundenportfolio dauerhaft schlechtere Renditen aufweist als vergleichbare Portfolios desselben oder eines anderen Vermögensverwalters.“**

Umgekehrt werden Anlageziele oft aus besonderen Zielvorstellungen abgeleitet. Dies sind häufig mittelfristig erwartete durchschnittliche Renditen, wie zum Beispiel „6 % p.a.“ oder auch vor allem ex-post die von anderen Portfolioverwaltern erzielten Renditen (Peer Group). Werden diese Ziele dann verfehlt, so wird das oft auf falsch festgelegte Benchmarks oder gar auf das Benchmarking überhaupt zurückgeführt. Dies ist so nicht unbedingt richtig.

Benchmarks sind zwar die Übersetzung der Rendite- und Risikovorstellungen des Kunden in investierbare Anlagen, sie sind aber nicht direkt gleichzusetzen mit den Renditeerwartungen, insbesondere nicht mit Erwartungen an die vom Vermögensverwalter zu erzielende Gesamrendite. Bei der Festlegung der Benchmark muss ja in jedem Fall der Kardinalsatz und damit die marktgerechte Investierbarkeit der Anlagen berücksichtigt werden, damit der Vergleich realistisch und somit aussagekräftig ist.

Im Falle des aktiven Managements weicht der Vermögensverwalter mit den Anlagen des Kundenportfolios von der Struktur der Benchmark ab, um eine Überrendite zu erzielen. Dementsprechend gilt also, dass das Anlageziel einer erwarteten Gesamrendite sich addiert aus der erwarteten Rendite der Benchmark plus der erwarteten aktiven Rendite des Ver-





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



mögensverwalters. Erzielt der Vermögensverwalter nun eine Rendite oberhalb der erwarteten Gesamtrendite, so dürfte seine Leistung vom Kunden in jedem Fall positiv bewertet werden. Umgekehrtes gilt bei einer Rendite unterhalb einer investierbaren und langfristig neutralen Benchmark, in diesem Fall war der Wert des aktiven Managements negativ.

Liegt die erzielte Rendite zwischen Benchmark-Rendite und Renditeziel, so ist eine Abwägung erforderlich. Eine Überprüfung der aktiven Strategie ist vor allem dann nahezulegen, wenn das Kundenportfolio dauerhaft schlechtere Renditen aufweist als vergleichbare Portfolios desselben oder eines anderen Vermögensverwalters. In dieser Weise können Zielvergleiche mit anderen Portfolios – also Peer-Group-Vergleiche – zusätzliche Informationen liefern.

Bei Vergleichen mit absoluten Renditezielen wie „6 % p.a.“ ist hingegen Vorsicht geboten: Diese mögen zwar die Wünsche vieler Kunden gut wiedergeben, sind aber oft nicht realistisch bzw. nicht mit begrenzten Risiken umsetzbar. Falls der Vermögensverwalter die Rendite der sicheren Anlage in dem Zeitraum geschlagen, aber eine solche Vorgabe nicht erreicht hat, müsste eventuell das Anlageziel auf eine dazu passende aktive Strategie überprüft werden. Die Prinzipien zur Bestimmung der Benchmark – in diesem Fall mit der sicheren Anlage über den Investitionszeitraum als investierbare und somit realistische Vergleichsgröße – sollten aber beibehalten werden.

## Fazit

Es kann natürlich auch der Fall eintreten, dass der Vermögensverwalter die einmal festgelegte Benchmark schlägt und die Anlageziele eines Kunden dennoch grundsätzlich nicht erfüllt wurden. Dies kann insbesondere dann auftreten, wenn mit dem Kunden eine risikobehaftete Benchmark vereinbart wurde (zum Beispiel 70 % verzinsliche Anlagen und 30 % DAX), diese eine schlechte Rendite aufweist und der Kunde dann trotz einer guten Leistung des Managers solche Risiken doch nicht tragen möchte. In diesem Fall erweist sich die im Rahmen der Anlageberatung erfolgte Festlegung von Teil-Benchmarks oder auch die Aufteilung der Anlagen auf die gesamte Benchmark – also die strategische Anlageberatung oder Finanzplanung – nachträglich als falsch.

Die Ursache hierfür können natürlich Missverständnisse bei der Beratung gewesen sein oder auch Strukturbrüche im Kapitalmarkt, als deren Folge sich die Referenzanlagen anders entwickelt haben als angenommen. Einem solchen Kunden hätte dann wohl eine sichere oder sicherere Anlage als Benchmark zugeordnet werden sollen.

Ein solches nicht zufriedenstellendes Ergebnis ist dann aber nicht auf das Benchmarking als solches zurückzuführen, sondern auf dessen Umsetzung. Die Leistung des Vermögensverwalters soll relativ zu einer Vergleichsgröße gemessen werden, also zur Benchmark. Die Herausforderungen bestehen in der Definition der Aussagekräftigkeit, oder in einer anderen Übersetzung der englischen Version der Sinnhaftigkeit („Meaningful“) der Benchmark.

Auch wenn hier insbesondere bei der Erfassung der Anlageziele von Kunden immer Unschärfen bestehen, so sollten die Prinzipien bei deren Herleitung und die konkreten Anforderungen an die Eigenschaften der Benchmarks bei dem Prozess der Festlegung eingehalten werden. So wie hier beschrieben, entspricht das Benchmark-Konzept dann nicht nur genau den Anforderungen der Durchführungsrichtlinie zur MiFID, sondern bildet auch einen inhaltlichen Schwerpunkt in den Vereinbarungen zwischen Vermögensverwaltern und ihren Kunden. ▣

**Autor:** Dr. Peter König ist Geschäftsführer der DVFA – Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management GmbH, Dreieich. Er ist für die Kapitalmarktregulierung und für das Ausbildungsprogramm der Investmentanalysten und Wealth Manager zuständig.