

Benchmark im Vergleich mit der Realität

Mit verschiedenen Ellen messen

Zur Performancebeurteilung von Wertschriftendepots werden gerne Börsenindizes herangezogen. Ganz gerecht ist dieser Vergleich gegenüber dem Portfoliomanager nicht.

IN KÜRZE

Administrative Kosten werden in Vergleichsindizes nicht berücksichtigt und auch Währungsabsicherungen sind nicht zum Nulltarif zu haben. Viele Stiftungsräte sind sich der unterschiedlichen Voraussetzungen nicht bewusst.

Im Alltag versuchen wir Vergleiche zwischen Äpfeln und Birnen möglichst zu vermeiden, in der Anlagewelt scheint dies jedoch der Normalfall zu sein. Bei der Zielvorgabe für Wertschriftenportfolios ist oft die Klausel «Übertreffen der Benchmark» anzutreffen. Weshalb eigentlich? Dass damit ein real existierendes Vermögen im Normalfall einem theoretisch berechneten Warenkorb gegenübergestellt wird, ist vielen Stiftungsratsmitgliedern nicht vollumfänglich bewusst.

Beim Studium des periodischen Anlagereportings oder Depotauszugs freut sich der Verantwortliche, wenn die ausgesuchten Vermögenswerte einen stärkeren Anstieg verzeichnet haben als die Benchmark. Bei gegenteiligem Vorzeichen macht sich rasch Enttäuschung breit und die Suche nach den Gründen für die vergebene Performance beginnt. Hauptsächlich sind zwar Über- und Untergewichte von einzelnen Kategorien sowie die (aktive) Titelselektion für die Abstände zur Benchmark ausschlaggebend. Jedoch sind auch einige allgemein geltende Faktoren zu nennen.

Administrative und andere Kosten

Einen weitem bekannten Einfluss üben die Kosten aus, die eine Vermögensverwaltung naturgemäss mit sich bringt. Während Bankspesen, Steuern und Managementgebühren der Erfolgsrechnung schon lange belastet werden, haben versteckte Kosten in Kollektivanlagen erst seit einigen Jahren einen permanenten Platz in der Jahresrechnung von Pensionskassen gefunden. Fairerweise müssten aber auch weitere administrative Aufwände, die grösstenteils keine Beachtung in den Vermögensverwaltungskosten finden, in den Vergleich miteinbezogen werden. Der Blick muss sich also weiter öffnen. Denn ein Wert-

schriftendepot zu halten, bedingt heute einen nicht zu unterschätzenden administrativen Aufwand. Beispielsweise erfinden Banken im voreiligen Gehorsam, wegen neuen Gesetzen oder um sich selbst zu schützen, laufend neue Formulare. Diese gilt es vom Stiftungsrat oder der Geschäftsführung im Kollektiv zu unterschreiben. Da eine Unterschrift auch ein Studium der Unterlagen sowie deren Archivierung verlangt, gehen wertvolle Zeit und Kosten verloren, die in einem Vergleichsindex gar nicht erst aufgebracht werden müssen.

Ebenso können in einer Benchmark Coupons und Dividenden auf direktem Weg nach der Brutto-Methode zu 100 Prozent verbucht werden. Eine Pensionskasse oder auch andere Anleger müssen jedoch, um auf dieselben 100 Prozent Ertrag zu kommen, allfällig zurückbehaltene Quellensteuern manuell einfordern oder gegen Entgelt automatisiert zurückfordern lassen. Je nach Domizilland der Anlage kann dies erstens ein mühsamer Prozess sein und zweitens einen langen Weg bis zur effektiven Rückzahlung bedeuten. Mitunter kann es sogar vorkommen, dass gewisse Steuerforderungen aufgrund der Ausichtslosigkeit gänzlich abgeschrieben werden müssen. In der Schweiz ist für hiesige Anleger die Rückforderung der Verrechnungssteuern glücklicherweise relativ einfach umzusetzen. Aber selbst in dieser Struktur ist ein gewisser Aufwand nicht von der Hand zu weisen.

Erschwerter Marktzugang

Stolpersteine sind vielfach auch durch den Markt bedingt. Ist ein Portfolio oder ein Fonds indexnah investiert und wird im zugrundeliegenden Index ein neuer Titel aufgenommen, stellt sich für den Vermögensverwalter die Frage, zu welchem Zeitpunkt er den Kauf ebenfalls



Simon Spiess
Leiter
Advisory & Reporting,
Assurinvest AG

vornehmen will. Aufgrund der sehr hohen Nachfrage nach Schweizerfranken-Obligationen ist in dieser Anlagekategorie bei heutiger Marktlage eine Möglichkeit praktisch ausgeschlossen: Die volle Zuteilung bei Emission. Ein Teil der gewünschten Position muss somit zu einem späteren Zeitpunkt dazugekauft werden. Egal für welchen Moment sich der Portfoliomanager dabei entscheidet, es wird bei weniger liquiden Anlagen mindestens eine Kleinstdifferenz zum Preis bleiben, zu dem der Titel in den Index aufgenommen wird. Dies gilt nicht nur für Obligationen, auch bei Aktien mit engem Markt ist die gewünschte Menge nicht immer verfügbar. Eine Position muss dann unter Umständen durch mehrere Teilkäufe aufgebaut werden.

Ein weiterer unfairer Vergleich wird bei Währungsabsicherungen gemacht. Während in einem Index relativ einfach die Umrechnung von beispielsweise US-Dollar zu Schweizerfranken vorgenommen werden kann, sieht sich ein Anleger mit der harten Realität konfrontiert. Bei einem Devisentermingeschäft muss die Differenz zwischen dem An- und dem Verkaufskurs hingenommen werden, obendrauf verlangt die Bank zusätzlich eine Marge für ihre Dienstleistung. Eine Währungsabsicherung zum Nulltarif ist leider noch nicht erfunden worden. Zudem ist unter normalen Umständen in der Praxis eine vollkongruente, sprich 100-prozentige Währungsabsicherung nicht möglich. Beim erfundenen Vorgang in der Grafik «Währungsabsicherung» resultiert beispielsweise ein Fremd-

währungsverlust von 100 000 Franken, obwohl die Währungsabsicherung vorgenommen wurde. Das Beispiel soll aufzeigen, dass bei Portfoliogewinnen oder -verlusten die Währungsabsicherung permanent adjustiert werden müsste. Aufgrund des enormen Aufwands sowie der entsprechenden Kosten ist ein Verzicht in der Praxis naheliegend.

Aufgepasst!

Selbstverständlich braucht der Stiftungsrat ein Vergleichsinstrument, um die Portfolioentwicklung seines Pensionskassenmandats besser beurteilen zu können. Und zweifellos geben gängige Marktindizes eine gewisse Marschrichtung für entsprechende Anlagen vor. Auch müssen einzelne hier aufgeführte Punkte nicht zwingend in einer negativen Differenz zur Benchmark enden, es können im selben Mass auch mit gegenteiligem Vorzeichen Beispiele gezeigt werden. Letztlich bleibt aber festzuhalten, dass ein realer Anleger und der theoretische Warenkorb mit unterschiedlichen Voraussetzungen ins (Performance-)Rennen geschickt werden. Das Sprichwort sagt nicht umsonst: «Es ist leichter gesagt als getan.»

