

SIGLO Timeout Nr. 59

Leistungsbeurteilung mit Peergruppen

Worum geht es

Wer Geld anlegt, wird sich früher oder später fragen (müssen), ob es nicht noch bessere Anlagen gegeben hätte. Wir sparen uns die Binsenwahrheit, dass es solche im Nachhinein natürlich schon gegeben hätte und grenzen die Frage ein wenig ein. Gab es bessere Anlageprodukte mit ähnlichen Eigenschaften, die zur Zeit der Auswahl ebenfalls investierbar gewesen wären? Die Antwort darauf suchen und finden wir nicht in Benchmark- oder Indexvergleichen sondern in Peergruppen-Analysen.

Abgrenzung

Wir öffnen hier nicht die Büchse der Pandora mit einer erneuten Diskussion über aktiv versus passiv, sondern steigen direkt mit den Herausforderungen für Manager bei der Replikation oder der Übertreffung von Marktindizes ein. Wir fokussieren dabei auf Anleihenindizes, weil die praktischen Herausforderungen dort komplexer sind als bei Aktien. Dabei spinnen wir Gedanken aus Timeout Nr. 24 über Herausforderungen von Benchmarkvergleichen und Peergruppen-Analysen als bessere Alternativen weiter.

Die Krux mit der Indexreplikation bei Bonds

Das Universum von Anleihen ist wesentlich umfangreicher als bei Aktien. Während es von den meisten Unternehmen nur eine Art Aktien gibt, emittieren zahlreiche Firmen eine ganze Reihe von Anleihen und Darlehen. Diese lassen sich nach Laufzeit, Währung, Position in der Kapitalstruktur, Rückzahlungsmodalität, Besicherung, Emissionsgrösse, u.s.w. unterscheiden. Zudem gibt es logischerweise keine Aktien von Staaten. Einen breit diversifizierten Index in der Praxis Titel für Titel nachzubilden, ist fast unmöglich bzw. viel zu teuer. Passive Manager sind folglich sowieso gezwungen ihre Titel aktiv auszuwählen.

Anleihenindizes haben einen Turnover von 20% bis 40% p.a. Bei Aktien gibt es zwar auch einen Turnover aber der ist weniger ausgeprägt. Buy-and-Hold ist für Bondfonds also keine Lösung. Ein Grund liegt darin, dass Anleihen auslaufen und ständig auch neue Bonds emittiert werden. Indizes erfahren hierfür keine Kosten. Anders die echten Fonds, die für jede Transaktion die Geld-Brief-Spanne bezahlen. Diese sind heute aufgrund der geringen und tendenziell weiter sinkenden Liquidität im Markt nicht zu unterschätzen. Weiter zu nennen sind Steuereffekte, wie z.B. dass Japan oder Italien der Schweiz die Quellensteuern nicht zurückzahlen. Zusätzlich der fehlende Zugang zu einigen Titeln; wie z.B. gewisse Private Placements, die zwar in Indizes

enthalten sind aber nicht öffentlich gehandelt werden oder diverse alte Emissionen, die in institutionellen Portfolios verschwanden und nie mehr am Markt aufgetaucht sind.

Praktische Tricks der Manager

Gewieft Portfolio Manager umgehen Probleme, indem sie z.B. Transaktionskosten sparen und unterjährige Bonds nicht (wie Indizes) verkaufen, sondern auslaufen lassen. Ebenfalls engagieren sie sich stark am Primärmarkt, wo kein Bid-Ask-Spread anfällt oder machen Crossings zwischen Portfolios. Zudem setzen sie Swing-Preise oder Anti-Dilution-Mechanismen ein, um unvermeidbare Transaktionskosten nicht dem Fund, sondern direkt den Verursachern (d.h. den Käufern / Verkäufer von Fundanteilen) zu belasten.

Peergruppenvergleiche bieten eine faire Leistungsbeurteilung, wenn man erzielte Renditen mit grossen und investierbaren Samples von Konkurrenzfonds vergleicht.

Egal wie man es dreht und wendet, es bleibt in der Praxis eine Herausforderung, Indexrenditen nur mit simplen Mitteln zu erreichen. Die von Nobelpreisträgern unter anderem beschriebene und praktisch auch bewährte Anforderung an Benchmarkindizes replizierbar bzw. investierbar zu sein, ist nicht ganz erfüllt. Deshalb kann die Rendite eines Anleihenindex nicht ohne weiteres "eingekauft" werden, womit sie nicht unbedingt einen aussagekräftigen Benchmark darstellt. Zudem erscheint es uns nicht ganz fair, die abgelieferte Leistung eines Managers nur relativ zu einer einzelnen, nur bedingt replizierbaren Zeitreihe zu beurteilen. Gerade die Qualität beim Einsatz der obgenannten "Tricks" im Vergleich mit Konkurrenten geht dabei verloren. Zudem wirkt aus rein statistischer Sicht ein einzelner Benchmark-Vergleich von nur zwei Zeitreihen bzw. nur zwei Portfolios aus einem Sample von tausenden von Fonds äusserst dürftig.

In diesem Zusammenhang ist erwähnenswert, dass Indexrenditen in bestimmten Zeitperioden im Rahmen vieler Peergroup-Vergleiche völlig unterschiedliche Klassierungen aufweisen. Wer glaubt, die Indizes seien per Definition immer relativ nahe am Durchschnitt aller Funds und in der Mitte der Peerguppen, liegt leider falsch.

So gelang es z.B. letztes Jahr nur ganz wenigen Emerging Market Debt (EMD) Funds, den Index von JPM zu übertreffen. Die ETFs, welche den Index nachzubilden versuchen, liegen mit ihrer Nettorendite meilenweit entfernt. Auch der Barclays Global Agg Index war 2015 scheinbar kaum zu überflügeln. Andererseits gelang es diversen ILS Funds im letzten Jahr, den Swiss Re Cat Bond Index zu schlagen. Geschickte Diversifikation via private Kontrakte zahlte sich gegenüber diesem Index aus, da er nur auf Cat Bonds ausgerichtet ist und damit stärker litt.

Realistische Leistungsbeurteilung für Funds

Aussagekräftiger als Indexvergleiche erscheinen uns Vergleiche mit Konkurrenzprodukten, die ähnliche Anlageziele verfolgen und evtl. ähnliche Tricks dafür anwenden. Dabei berücksichtigen wir stets nicht nur normale Funds, sondern auch ETFs, welche ebenfalls Anlageklassen abbilden und Renditen von Marktindizes versprechen. Man spricht in diesem Zusammenhang oft von Peerguppen-Vergleichen, was im Wesentlichen der Konkurrenzanalyse entspricht. Zentral ist dabei eine gewisse Homogenität in den Anlage-richtlinien. Funds mit unterschiedlichen Richtlinien sind mit Vorsicht zu vergleichen. So haben erfolgreiche Senior Secured Loans (SSL) Manager letztes Jahr nicht 6% Alpha geliefert, sondern davon profitiert, dass sie vor allem in Europa investiert waren und damit das ganze Energiesektor-Fiasko in den USA kaum spürten.

Bei Alternativen schon lange Standard

Im Bereich der Alternativen Anlagen sind Peerguppen-Vergleiche schon lange Standard. Die Indizes von EurekaHedge oder HFR aber auch die Datenbanken von Preqin oder Morningstar sind nach Peerguppen organisiert. Macht ja auch Sinn, da es kaum möglich ist, einen Index aus passenden Instrumenten oder Titeln zusammenzustellen, weil die Anlageportfolios und Strategien effektiv viel zu heterogen sind. Die grosse Herausforderung liegt heute in der korrekten Klassifizierung von Funds. Die Datenbanken stützen sich oft nur auf die Angaben der Funds selbst ab und argumentieren, dass ja die Funds die eigene Strategie am besten kennen. Leider geht dabei vergessen, dass die meisten Verkäufer von Funds auch schlaue genug sind, sich einer Peerguppe zuzuordnen, gegenüber welcher man besser aussieht. Entsprechend schäuen wir bei SIGLO keinen Aufwand, um präzise und homogene Peerguppen zu bilden, die eine faire Leistungsbeurteilung erlauben.

Passt auch zur Gesamtportfolio-Beurteilung

Die Vorteile von Peerguppen bei der Leistungsbeurteilung zeigen sich nicht nur auf Ebene der einzelnen Funds, sondern auch im Portfoliokontext. Unsere Kunden fragen sich zu Recht, ob ein an SIGLO vergebenes Mandat z.B. für ILS, Hedge Funds oder Private Debt wirklich besser rentiert oder zumindest risikoärmer ist als eine Anlage in einen einzelnen, breit diversifizierten Fund oder Fund of Fund, der den ganzen Markt abbildet. Genau diese Frage lässt sich mit professionell zusammengestellten Peerguppen-Vergleichen beantworten. Da uns das Resultat solcher Vergleiche selbst auch brennend interessiert, helfen wir ihnen bei der Bildung der für Sie geeigneten Peerguppen jederzeit gerne.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

