Dimensional

Die Kosten der Indexabbildung

Juli 2016

Ursprünglich dienten Indizes vorwiegend dazu, die Leistung eines Fondsmanagers auf risikobereinigter Basis zu beurteilen. Die Verwendung von Indizes entwickelte sich jedoch mit der Einführung von Indexfonds weiter. Dies bot Anlegern weitere potenzielle Vorteile, wie z.B. niedrige Kosten, einen geringen Kapitalumschlag und hohe Transparenz.

Heutzutage nutzen viele Anleger Indexfonds als einfaches Mittel, um breit diversifiziert in eine bestimmte Assetklasse zu investieren. Doch sind Indizes wirklich eine präzise Abbildung der zugrunde liegenden Assetklasse? Lohnt es sich andernfalls, die mit der perfekten Nachbildung von bestimmten Indizes verbundenen Kosten in Kauf zu nehmen?

BETRÄCHTLICHE PERFORMANCEUNTERSCHIEDE ZWISCHEN BENCHMARKINDIZES

Eine Möglichkeit, diese Frage zu beantworten, besteht darin, die Renditen unterschiedlicher Indizes zu vergleichen, die bestrebt sind, ein und dieselbe Assetklasse abzubilden. Eine große Anzahl unterschiedlicher Indizes versucht, diesselben (oder sehr ähnliche) Assetklassen abzubilden. Jeder Index weist dabei jedoch leicht unterschiedliche Definitionen und Neugewichtungs- bzw. Rekonstitutionsperioden auf.

Wenn Indizes keine exakten Abbildungen einer Assetklasse darstellen, mag es gegebenenfalls nicht sinnvoll sein, die mit ihrer Nachbildung verbundenen Kosten einzugehen.

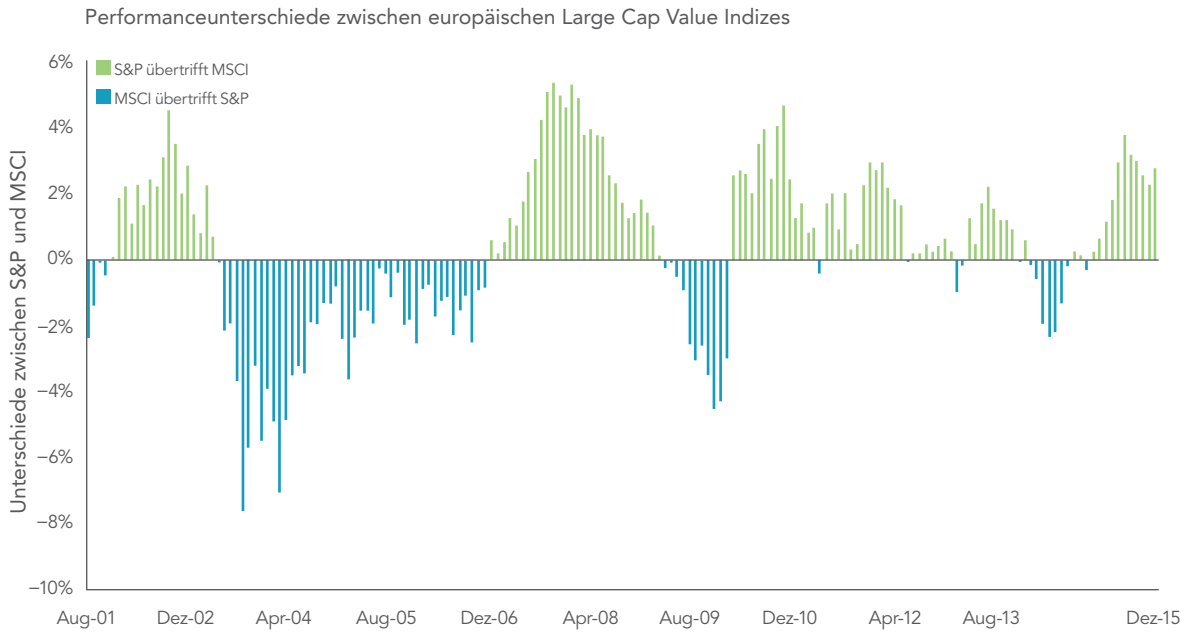
Abbildung 1 zeigt die Performanceunterschiede auf gleitender 1-Jahresbasis von August 2001 bis Dezember 2015 zwischen zwei weit verbreiteten Indizes, die ein und dieselbe Assetklasse abbilden. Die Grafiken zeigen, dass die Performanceunterschiede zwischen den S&P und MSCI Indizes innerhalb verschiedener Assetklassen über einen 1-Jahreszeitraum erheblich sein können.

Beispielsweise schnitt der S&P Europe LargeMidCap Value Index während eines Jahres um 7,62% schlechter ab als der MSCI Europe Large Cap Value Index (1-Jahreszeitraum bis 30. September 2003). Die Unterschiede zwischen Small Cap

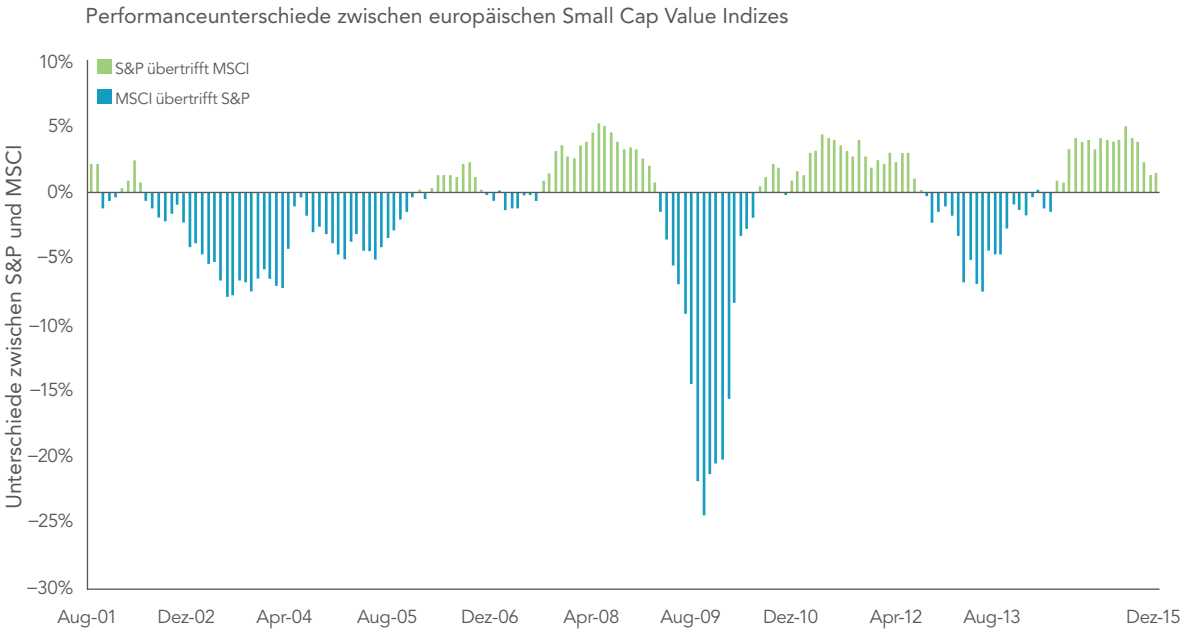
Dieses Material dient nur zum professionellen Gebrauch und ist nicht für Privatkunden bestimmt.

Abbildung 1: Performanceunterschiede zwischen Indizes (August 2001 – Dezember 2015)

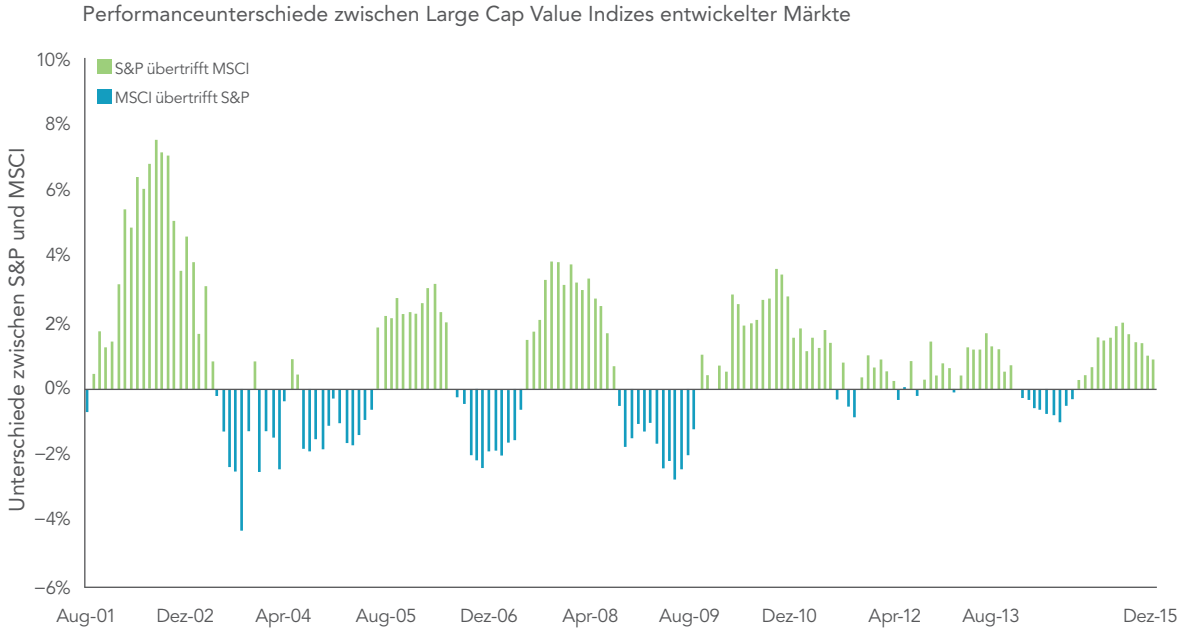
Relative Performance auf gleitender 1-Jahresbasis[1]
(S&P Europe LargeMidCap Value Index vs. MSCI Europe Value Index)



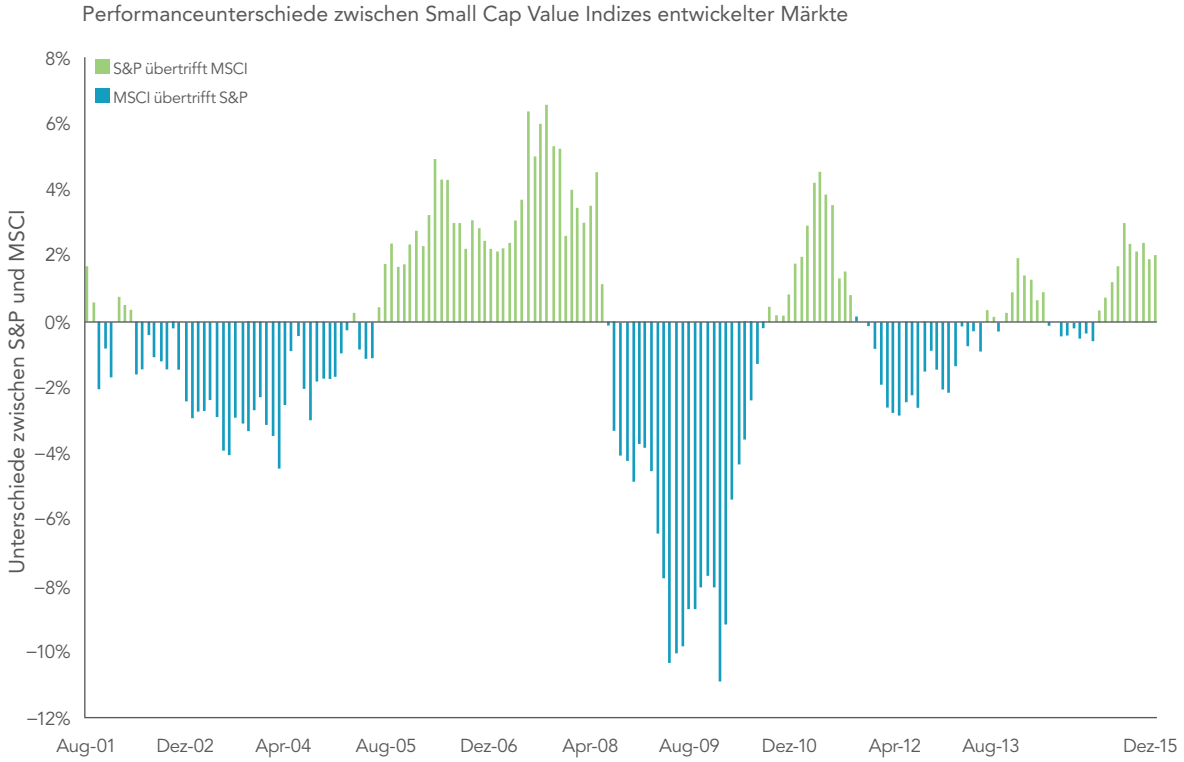
Relative Performance auf gleitender 1-Jahresbasis[1]
(S&P Europe SmallCap Value Index vs. MSCI Europe Small Cap Value Index)



Relative Performance auf gleitender 1-Jahresbasis[1]
(S&P Developed LargeMidCap Value Index vs. MSCI World Value Index)



Relative Performance auf gleitender 1-Jahresbasis[1]
(S&P Developed SmallCap Value Index vs. MSCI World Small Cap Value Index)



1. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit stellt keine Garantie für zukünftige Entwicklungen dar.** Alle Indizes werden mit Bruttodividenden angegeben. **Man kann nicht direkt in Indizes investieren. Ihre Performance enthält daher nicht die mit einem tatsächlichen Portfoliomanagement verbundenen Kosten.** S&P Daten zur Verfügung gestellt von der Standard & Poors Index Services Group. MSCI Daten © MSCI 2016, alle Rechte vorbehalten.

Indizes fielen noch größer aus. So lag die Wertentwicklung des S&P Europe SmallCap Value Index während eines Jahres um 24,49% unter jener des MSCI Europe Small Cap Value Index (1-Jahreszeitraum bis 30. November 2009).

Für Investoren, die diese Indizes nachbilden, sind die Auswirkungen eindeutig. Während dieses 1-Jahreszeitraums hätten Indexfonds, die auf eine exakte Abbildung des S&P Europe SmallCap Value Index abzielen, vermutlich eine erheblich schlechtere Wertentwicklung gegenüber jenen Fonds aufgewiesen, die den MSCI Europe Small Cap Value Index nachzubilden versuchten, obwohl beide dieselbe Assetklasse repräsentieren wollten.

Die Unterschiede in Indexrenditen können aus Unterschieden in den Methoden der Portfoliokonstruktion und den unterschiedlichen Neugewichtungsperioden resultieren. Interessanterweise sind diese Unterschiede jedoch oftmals willkürlich und in der Regel nicht dazu gedacht, Renditen für jene Investoren zu erhöhen, die diesen Index nachbilden. Forschungsergebnisse über beliebige Zeiträume haben allerdings ergeben, dass sich jeweils ein Index in einem bestimmten Zeitraum besser entwickelt hat als der Rest – was unserer Meinung nach jedoch vollkommen zufällig ist.

WELCHE KOSTEN SIND DAMIT VERBUNDEN?

Die Auswahl eines spezifischen Index als Benchmark ist subjektiv, da viele Indizes die gewünschte Assetklasse durch einen ähnlichen Ansatz widerspiegeln, und sich aus der Auswahl eines bestimmten Index anstelle eines anderen kein offensichtlicher Vorteil hinsichtlich der erwarteten Rendite ergibt. Des Weiteren deuten Forschungsergebnisse darauf hin, dass die Auswahl einer bestimmten Benchmark vermutlich zu Performanceunterschieden im Vergleich zu anderen Benchmarks führt. In Anbetracht der Subjektivität der Entscheidung und den Forschungsergebnissen liegt daher die logische Schlussfolgerung nahe, dass der Versuch, die perfekte Abbildung eines Index zu erreichen, aufgrund der potenziell hohen Kosten nicht das sinnvollste Ziel darstellt.

Rekonstitution

Potenzielle Kosten können auf vielfache Weise entstehen. Zunächst führt die Rekonstitution eines Index (dabei handelt es sich um die Neugewichtung des Index, die üblicherweise ein- bis viermal pro Jahr erfolgt) dazu, dass die Manager eines Indexfonds ganz bestimmte Wertpapiere zu ganz bestimmten Zeiten handeln müssen. Dies kann zu erheblichen Liquiditätsanforderungen für jene Wertpapiere führen, die in einen Index aufgenommen bzw. aus diesem ausgeschlossen werden. Für den Manager eines Indexfonds entspricht ein vorteilhafter Preis für einen Wertpapiertitel genau jenem Preis, der zur Berechnung des zugrundeliegenden Index verwendet wurde. Das bedeutet, dass der Kauf eines Wertpapiers zu einem geringeren Preis als jenem, der zur Berechnung des Index verwendet wurde, für einen Indexfonds unvorteilhaft wäre. Warum? Weil das Ziel des Managers eines Indexfonds darin besteht, die Rendite dieses Index exakt abzubilden – und nicht darin, eine höhere Rendite zu erzielen. Wertpapiertitel, die aus einem Index ausgeschlossen werden, geraten für gewöhnlich unter Verkaufsdruck, während jene, die in einen Index aufgenommen werden, häufig Preissteigerungen unterliegen. Somit können Käufe und Verkäufe, die während einer Rekonstitutionsperiode erfolgen, besonders unvorteilhaft für jene Anleger sein, die in einen Indexfonds investiert sind.

Stiländerung („Style Drift")

Ein weiterer potenzieller Kostenfaktor betrifft die Stiländerung zwischen zwei Neugewichtungsterminen. Wertpapierpreise (und somit erwartete Renditen) ändern sich ständig. Dadurch enthält ein Index im Zeitraum zwischen zwei Rekonstitutionsterminen möglicherweise Wertpapiere, die nicht mehr zu der jeweiligen Assetklasse gehören, die der Benchmarkindex abzubilden versucht. Manager eines Indexfonds, die bestrebt sind, den Tracking Error[2] im Hinblick auf einen bestimmten Index zu minimieren, müssen Wertpapiere daher jedoch selbst dann halten, wenn diese die Merkmale der abzubildenden Assetklasse gegenwärtig nicht mehr widerspiegeln. Diese Beschränkung ist dazu gedacht, den Kapitalumschlag zu beschränken. Sie kann jedoch die erwartete Rendite eines Indexfonds im Verhältnis zur angestrebten Assetklasse verringern. Nehmen wir als Beispiel einen Value Index, der aus Wertpapieren mit geringen relativen Preisen (einem geringen Kurs-Buchwert-Verhältnis) besteht. Wenn der Preis eines dieser Wertpapiere im Anschluss an eine Neugewichtung steigt, hat dieses Wertpapier – unter ansonst gleichen Bedingungen - eine geringere erwartete Rendite im Verhältnis zu den anderen Wertpapieren innerhalb des gleichen Index. Die seltene Neugewichtung von Indexfonds kann daher dazu führen, dass Wertpapiere gehalten werden, die außerhalb der angestrebten Assetklasse liegen und möglicherweise ein geringeres erwartetes Renditepotenzial aufweisen.

2. Der Tracking Error misst die Abweichung zwischen der Wertentwicklung eines Portfolios (oder Indexfonds) und jener des Referenzindex.

Konzentrationsrisiko

Jede Strategie, die von der Abbildung des gesamten Marktes abweicht, kann zu einem unnötigen Sektorkonzentrationsrisiko führen. Strategien können vom Markt abweichen, indem sie nur einen Teilbereich aller Wertpapiere mit bestimmten Charakteristika auswählen oder eine Gewichtung nach anderen Kriterien als der Marktkapitalisierung vornehmen. Dabei ist es jedoch generell wichtig, den Grad der Über- oder Untergewichtung der einzelnen Wertpapiere, Sektoren oder Länder im Vergleich zum Gesamtmarkt zu berücksichtigen. Dieser Ansatz hilft dabei, ein unnötiges Konzentrationsrisiko zu vermeiden.

Das Ziel hinter all diesen Überlegungen – einer seltenen Neugewichtung, dem Halten von Wertpapieren, die möglicherweise nicht mehr innerhalb der angestrebten Assetklasse liegen, und spezifischen Portfoliogewichtungen unabhängig von einer möglichen Konzentration – liegt darin, eine tägliche Rendite zu erzielen, die so exakt wie möglich jener des ausgewählten Index entspricht. Doch wie lässt sich dieses Ziel mit dem ursprünglichen Ziel des Investors vereinbaren, eine Strategie zu wählen, die eine konsequente Ausrichtung auf eine bestimmte Assetklasse aufweist und dabei doch diversifiziert bleibt? Decken sich diese beiden Ziele?

HÖHERE ERWARTETE RENDITEN BEI AUSGEWOGENEN KOSTEN

Dimensionals Investmentansatz konzentriert sich darauf, einen konsequenten Fokus auf die angestrebte Assetklasse zu legen und eine breite Diversifikation zu erzielen, ohne dabei jedoch jene Kosten entstehen zu lassen, die mit der Abbildung eines willkürlichen Index verbunden sind. Anstatt Wertpapiere nur während vorab festgelegter Rekonstitutionsperioden zu kaufen oder zu verkaufen, konzentriert sich unser dynamischer Portfoliomanagementprozess darauf zu definieren, welche Wertpapiere sich Tag für Tag im Portfolio befinden sollten, um höhere erwartete Renditen innerhalb der entsprechenden Assetklasse zu erreichen. Unsere Käufe und Verkäufe verteilen sich über das gesamte Jahr, anstatt auf einen bestimmten Rekonstitutionstag zu warten. Wir sind uns bewusst, dass Marktpreise sich täglich ändern und dies die erwartete Rendite eines Wertpapiers beeinflusst. Zugleich wiegen wir jedoch auch sorgfältig die Risiken, Kosten und sonstigen Kompromisse ab, die mit wettbewerbsintensiven Märkten verbunden sind. Wir sind überzeugt, dass uns dieser Ansatz dabei hilft, höhere erwartete Renditen auf kostengünstigere Weise anstreben zu können, und dass sich daraus Wertschöpfungsmöglichkeiten ergeben.

NUR ZUM PROFESSIONELLEN GEBRAUCH. NICHT GEGENÜBER DER ÖFFENTLICHKEIT ODER PRIVATANLEGERN GÜLTIG.

Diese Unterlagen werden herausgegeben von Dimensional Fund Advisors Ltd. („DFAL"), Geschäftsanschrift 20 Triton Street, Regent's Place, London, NW1 3BF, zugelassen und beaufsichtigt von der britischen Finanzaufsichtsbehörde (Financial Conduct Authority, „FCA") - Firmenregisternummer 150100.

Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Empfänger, die gemäß der Definition der FCA professionelle Kunden oder die anderweitig gemäß diesem Gesetz als professionelle Kunden anzusehen sind oder, sofern dieses Dokument in einem anderen EWR-Mitgliedsstaat als dem Vereinigten Königreich vertrieben wird, an Empfänger, die professionelle Kunden im Sinne der MiFID (2004/39/EU) gemäß der jeweiligen nationalen Umsetzung sind. Die Informationen in diesem Dokument werden nach Treu und Glauben und ohne die Übernahme einer Garantie zur Verfügung gestellt; sie sind allein für den Gebrauch beim Empfänger und als Hintergrundinformation gedacht. In diesen Materialien dargestellte Informationen und Meinungen stammen aus von DFAL als zuverlässig erachteten Quellen; dennoch übernimmt DFAL keine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Es handelt sich nicht um eine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder ein Angebot für Dienstleistungen oder Produkte zum Verkauf und ist nicht dazu bestimmt, eine hinreichende Grundlage für eine Investitionsentscheidung zu bieten. Es liegt in der Verantwortung jener Personen, die einen Kauf tätigen wollen, sich selbst zu informieren und alle anwendbaren Gesetze und Vorschriften zu beachten. Unberechtigtes Kopieren, Vervielfältigen, Duplizieren oder Übermitteln dieses Dokumentes ist strikt untersagt. DFAL übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Verwendung der Informationen in diesem Dokument ergeben. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit stellt keine Garantie für zukünftige Entwicklungen dar.

„Dimensional" bezieht sich auf die Gesellschaften aus der Dimensional-Unternehmensgruppe im Allgemeinen und nicht auf eine bestimmte Dimensional-Gesellschaft. Zu den Gesellschaften der Dimensional-Unternehmensgruppe gehören Dimensional Fund Advisors LP, Dimensional Fund Advisors Ltd. (einschließlich ihrer deutschen Niederlassung), DFA Australia Limited, Dimensional Fund Advisors Canada ULC, Dimensional Fund Advisors Pte. Ltd. und Dimensional Japan Ltd.

eu.dimensional.com

Dimensional

53867 07/16