



---

## **Warburg Navigator – die digitale Vermögensverwaltung von M.M. Warburg & CO**

Mit Warburg Navigator wird dem Privatkunden der Zugang zu institutionellen Investmentprozessen ermöglicht. Institutionelle Investmentprozesse zeichnen sich dadurch aus, dass Portfolios mit dem Ziel des möglichst kontinuierlichen Vermögensaufbaus über viele Länder und Märkte sehr breit investiert sind. Da Risiken im Zeitverlauf schwanken, ist eine einmal erstellte Portfoliostruktur allerdings keine langfristig valide Lösung – vielmehr müssen Portfolios ständig an neue Gegebenheit angepasst werden, um unter den jeweils aktuellen Rahmenbedingungen so gut und effizient wie möglich Chancen zu nutzen und Risiken zu meiden. Das bedeutet, dass sowohl die strategische als auch die taktische Allokation regelmäßig überdacht und angepasst werden muss, um sich ändernde fundamentale Zusammenhänge und sich verändernde risikorelevante Aspekte berücksichtigen zu können. Um Kapitalmarktprognosen gezielt herzuleiten und Marktineffizienzen frühzeitig zu erkennen, werten wir dafür tagtäglich eine Vielzahl von makroökonomischen und realwirtschaftlichen Daten mit Hilfe quantitativer Modelle aus. Dabei kommen in der Entscheidungsfindung und Portfoliokonstruktion auch regelgebundene Prozesse zum Einsatz, um Emotionen so weit wie möglich auszuschalten. Am Ende werden Entscheidungen aber immer von unseren Portfoliomanagern und Strategen getroffen.

## Inhaltsverzeichnis

1	Ausgangssituation.....	3
2	Der Investmentprozess von Warburg Navigator.....	7
2.1	Die strategische Allokation.....	7
2.2	Unsere taktische Steuerung.....	7
2.2.1	Warum Taktik?.....	7
2.2.2	Taktik im Detail.....	8
3	Fondsselektion.....	12
3.1	Selektion von ETFs und aktiven Fonds.....	12
3.2	Selektion von nachhaltigen Fonds.....	14
4	Zusammenfassung.....	14

Abbildung 1: Vergleich Aktien vs. Renten 1991 – 2017 Quelle: Reuters *Bitte beachten Sie bei allen Charts, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen sind.*.....3

Abbildung 2: Rendite und maximale Drawdowns in Multi-Asset-Portfolios 1991 – 2016 Quelle: Reuters und eigene Berechnungen *Bitte beachten Sie bei allen Charts, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen sind.* ..... 4

Abbildung 3: Rendite und maximale Drawdowns in Niedrigzinsphase Quelle: Reuters und eigene Berechnungen *Bitte beachten Sie bei allen Charts, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen sind.* .....5

**Es konnten keine Einträge für ein Abbildungsverzeichnis gefunden werden.**

## 1 Ausgangssituation

Als Investor geht man grundsätzlich davon aus, dass ein höheres Risiko zu einer höheren Rendite führen sollte. Diese Überlegung wird durch Kapitalmarktdaten der letzten 200 Jahre bestätigt, macht theoretisch Sinn und dürfte auch für die Zukunft Gültigkeit haben. Dagegen konnte in den letzten 25 Jahren eine Anomalie an den Kapitalmärkten beobachtet werden, denn in diesem Zeitraum war es möglich, mit vergleichsweise geringen Risiken eine vergleichsweise hohe Rendite zu erzielen. Der Grund dafür ist leicht erklärt:

Die Wertentwicklung von sicheren Anleihen war derart attraktiv, dass eine Beimischung von Aktien keinen signifikant zusätzlichen Gewinn erbracht hätte. Zwischen Anfang 1991 und Anfang 2017 konnten beispielsweise deutsche Aktien (gemessen am DAX) eine ähnliche Wertentwicklung erzielen wie deutsche Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren. In einem Fall hätte das Investment in Aktien jedoch zu temporär dramatischen Kursverlusten geführt, während das Investment auf der Anleihe Seite nur sehr begrenzte Rückschläge verzeichnet hätte.

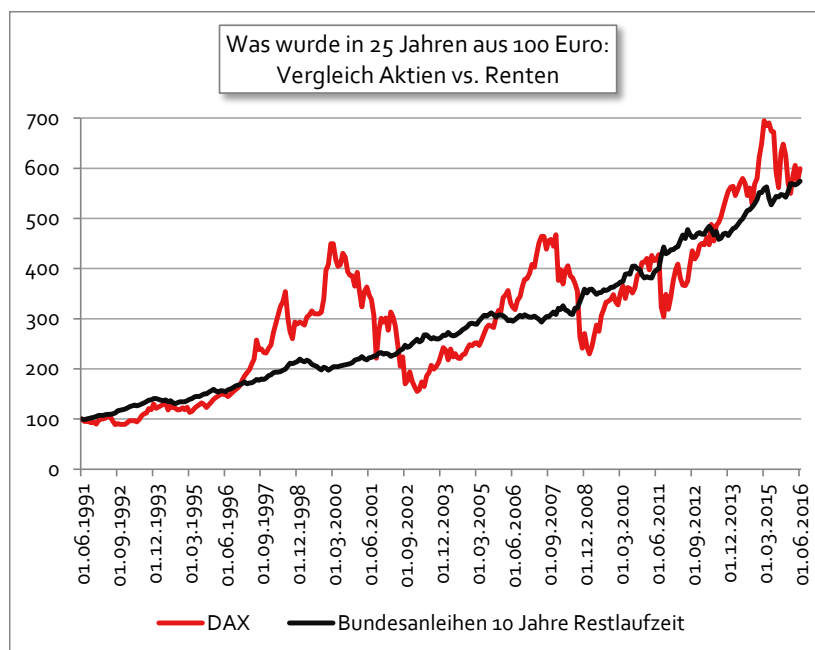


Abbildung 1: Vergleich Aktien vs. Renten 1991 – 2017

Quelle: Reuters

*Bitte beachten Sie bei allen Charts, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen sind.*

Diese Anomalie, in der man als Investor nicht für sein Risiko entlohnt wurde, konnte auch in deutlich stärker diversifizierten, internationalen Portfolios mit einer Vielzahl von Assetklassen<sup>1</sup> und Märkten beobachtet werden. Um dies grafisch zu zeigen, haben wir mit einem Zufallsgenerator auf Basis historischer Zeitreihen für eine hohe Anzahl an Assetklassen tausende Portfoliostrukturen „erzeugt“, die in der Vergangenheit exakt so hätten existieren können. Für jede Portfoliostruktur wurden in einem zweiten Schritt jeweils Rendite- und Risikokennzahlen berechnet und diese grafisch dargestellt.

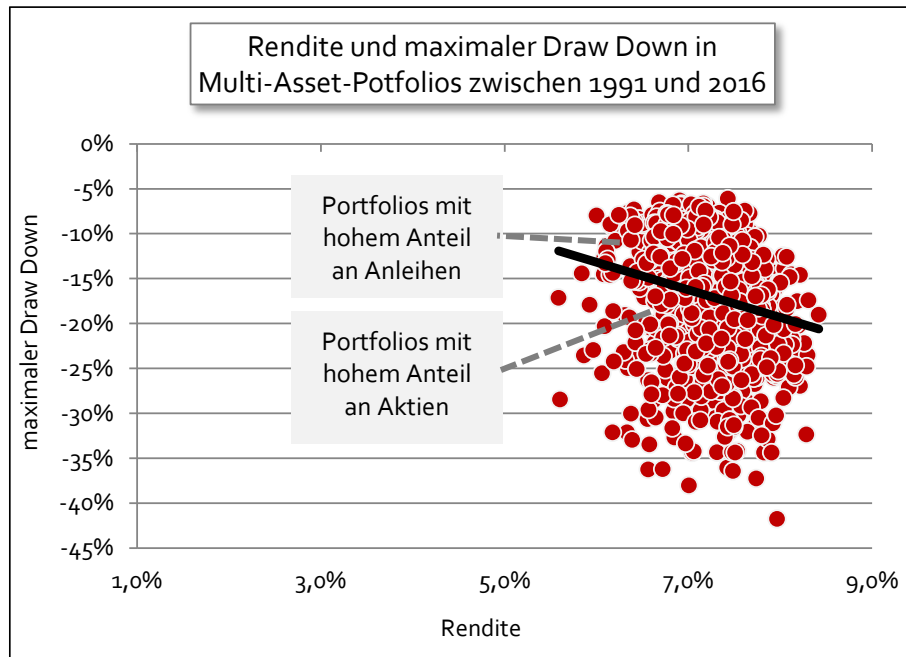


Abbildung 2: Rendite und maximale Drawdowns in Multi-Asset-Portfolios 1991 – 2016

Quelle: Reuters und eigene Berechnungen

*Bitte beachten Sie bei allen Charts, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen sind.*

Hier zeigt sich, dass bei der Wahl einer defensiven Portfoliostruktur hohe Renditen von sieben Prozent p.a. und mehr mit Drawdowns von nur sechs Prozent realisiert werden konnten. Dieses Erfahrungswissen haben viele Investoren noch im Hinterkopf, wenn sie Investitionen für die nächsten Jahre planen.

**Allerdings ist die Erfahrung der letzten 25 Jahre in keiner Weise ein guter Ratgeber für die Zukunft. Es ist offensichtlich, dass diese historischen Zusammenhänge nicht für die Zukunft fortgeschrieben werden können, denn (nahezu) sichere Investments wie z.B. deutsche Bundesanleihen, die in der Vergangenheit eine hervorragende**

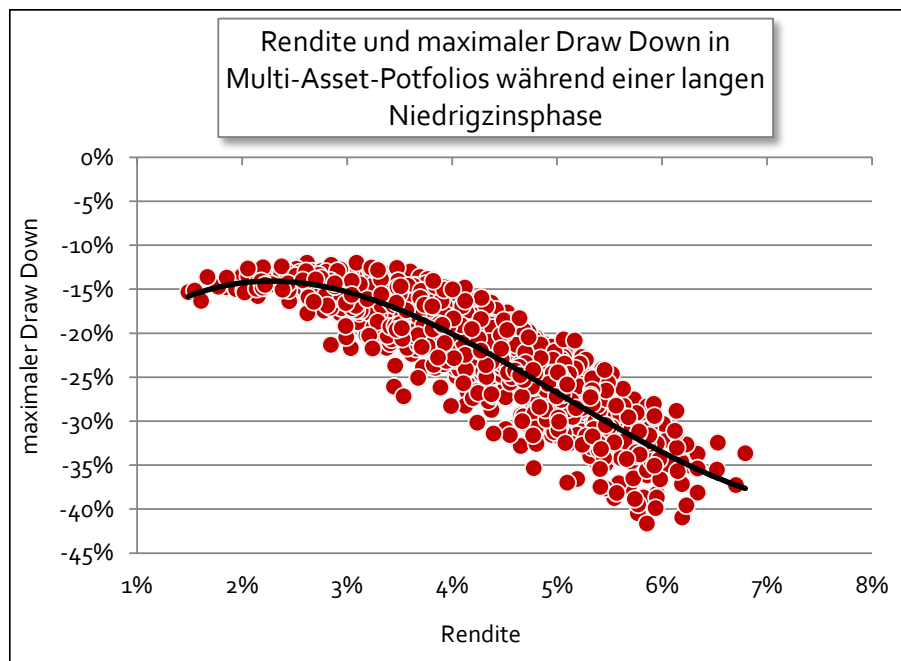
<sup>1</sup> Assetklassen (dt. Anlageklasse) ist im Finanzwesen eine Gruppe von Finanzprodukten, die aufgrund gemeinsamer Merkmale zusammengefasst werden. Klassischen Assetklassen sind zum Beispiel Aktien oder Anleihen, zu den alternativen Anlageklassen zählen zum Beispiel Immobilien oder Rohstoffe.

**Wertentwicklung ermöglichen, weisen inzwischen Kupons weit unter dem langfristigen Mittelwert auf.**

Dies bleibt nicht ohne Konsequenzen für Investoren, zumal Aktien in den kommenden Jahren vermutlich keine stark überdurchschnittliche Wertentwicklung aufweisen werden, mit der die unterdurchschnittliche Wertentwicklung von Anleihen kompensiert werden könnte:

Als Faustformel gilt, dass die zukünftige Wertentwicklung von Aktien mit der Summe aus Dividendenrendite und nominalem BIP-Wachstum recht gut erklärt werden kann. Mit dieser Regel ließe sich eine langfristige p.a.-Rendite von allenfalls sieben Prozent unterstellen, wenn man (wie wir) davon ausgeht, dass Aktien derzeit in etwa fair bewertet sind und die KGVs in etwa auf dem Niveau verbleiben, auf dem sie sich derzeit befinden.

Unterstellt man nun, dass die zukünftig zu erwartende Wertentwicklung von Anleihen in etwa der aktuellen Rendite auf Endfälligkeit entspricht, lassen sich für globale Multi-Asset-Portfolios zu erwartende Rendite-Risikorelationen berechnen. Hier zeigt sich, dass selbst bei eher niedrigen Renditeerwartungen höhere temporäre Drawdowns von 10% und mehr zu erwarten sind.



**Abbildung 3: Rendite und maximale Drawdowns in Niedrigzinsphase**

Quelle: Reuters und eigene Berechnungen

*Bitte beachten Sie bei allen Charts, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen sind.*

Unsere Berechnungen legen also nahe, dass im Gegensatz zu den letzten 25 Jahren in Zukunft wieder ein eindeutiger Zusammenhang zwischen Risiko und Ertrag bestehen wird.

Wer in den kommenden Jahren bei einem mittel- bis langfristigen Investmenthorizont einen erfolgreichen Vermögensaufbau betreiben will, wird vor diesem Hintergrund nicht auf eine aktive Risikosteuerung verzichten können. Wir sind der festen Überzeugung, dass in einem Umfeld von niedrigen Zinsen und hohen Kursschwankungen an den Aktienmärkten eine klassische buy-and-hold-Strategie nicht mehr zielführend sein kann.



## 2 Der Investmentprozess von Warburg Navigator

### 2.1 Die strategische Allokation

Der Investmentprozess des Warburg Navigator ist stringent und zielgerichtet aufgebaut und nutzt sowohl wissenschaftliche Erkenntnisse der Behavioural-Finance-Theorie als auch modernste finanzmathematische Methoden. In einem ersten Schritt wird der Kunde durch einen umfangreichen, interaktiven Fragebogen geführt, dessen Beantwortung eine genaue Einordnung des Kunden hinsichtlich seiner allgemeinen finanziellen Ausgangsposition, seiner Renditeerwartung, seiner Kenntnisse und Erfahrungen und Risikotoleranz ermöglicht. Jedem Kunden wird eine auf seine individuellen Bedürfnisse passende Strategie zugeteilt, die sich in ihrer Portfoliokonstruktion hinsichtlich des prognostizierten Risikos und der damit einhergehenden Aktienquote unterscheiden.

Mit den sieben unterschiedlichen Strategien gehen sieben verschiedene strategische Allokationen einher, die als Anker für die jeweilige taktische Allokation dienen.

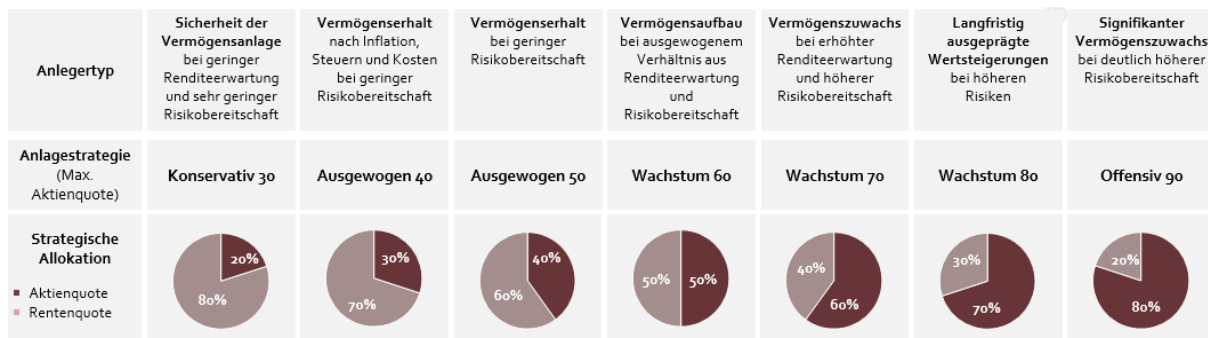


Abbildung 4: Strategische Quoten der Navigator Strategien

### 2.2 Unsere taktische Steuerung

#### 2.2.1 Warum Taktik?

Wir sind der festen Überzeugung, dass eine statische Allokation über einen langen Zeitraum den Anforderungen von Kunden an einen kontinuierlichen Vermögensaufbau nicht mehr gerecht werden kann. Unser Credo ist es, für unsere Kunden Mehrwert durch aktives Management zu schaffen. Aktives Handeln bringt unsere Überzeugung zum Ausdruck, dass wir mit unserer Expertise und Erfahrung in der Lage sind, Veränderungen für das Umfeld der Kapitalanlage frühzeitig zu erkennen. In konjunkturell sehr guten Zeiten schöpfen wir die Quote für risikobehaftete Anlagen vollständig aus, vor Rezessionen stellen wir die Portfolios dagegen defensiv auf. Benchmarks (Vergleichsindizes/-maßstab) dienen uns zwar als Leitplanke und Orientierungsmaßstab, um aber langfristig erfolgreich zu sein, ist es entscheidend, die eigene Marktmeinung akzentuiert umzusetzen. Dabei verfolgen wir eine im Grundsatz vorsichtige Anlagestrategie, die eine wesentliche Voraussetzung für den langfristigen Vermögenserhalt ist. Denn wer 50% verliert, muss 100% gewinnen, um wieder den Ausgangswert zu erreichen. Risikomanagement genießt daher bei uns einen hohen Stellenwert.



Tabelle 1: Benchmarks der Navigator Strategien

Strategie	Benchmark
1	50 % iBoxx Eurozone Sovereigns 5-7, 30 % iBoxx Euro Corporates 3-5, 15 % STOXX 50, 5 % S&P 500
2	45 % iBoxx Eurozone Sovereigns 5-7, 30 % iBoxx Euro Corporates 3-5, 17,5 % STOXX 50, 7,5 % S&P 500
3	40 % iBoxx Eurozone Sovereigns 5-7, 25 % iBoxx Euro Corporates 3-5, 26 % STOXX 50, 9 % S&P 500
4	32 % STOXX 50, 8 % S&P 500, 35 % iBoxx Eurozone Sovereigns 5-7, 25 % iBoxx Euro Corporates 3-5
5	42,5 % STOXX 50, 12,5 % S&P 500, 25 % iBoxx Euro Corporates 3-5, 20 % iBoxx Eurozone Sovereigns 5-7
6	45 % STOXX 50, 15 % S&P 500, 22,5 % iBoxx Euro Corporates 3-5, 17,5 % iBoxx Eurozone Sovereigns 5-7
7	52,5 % STOXX 50, 17,5 % S&P 500, 11,3 % iBoxx Euro Corporates 3-5, 8,7 % iBoxx Eurozone Sovereigns 5-7, 10 % EONIA Total Return Index

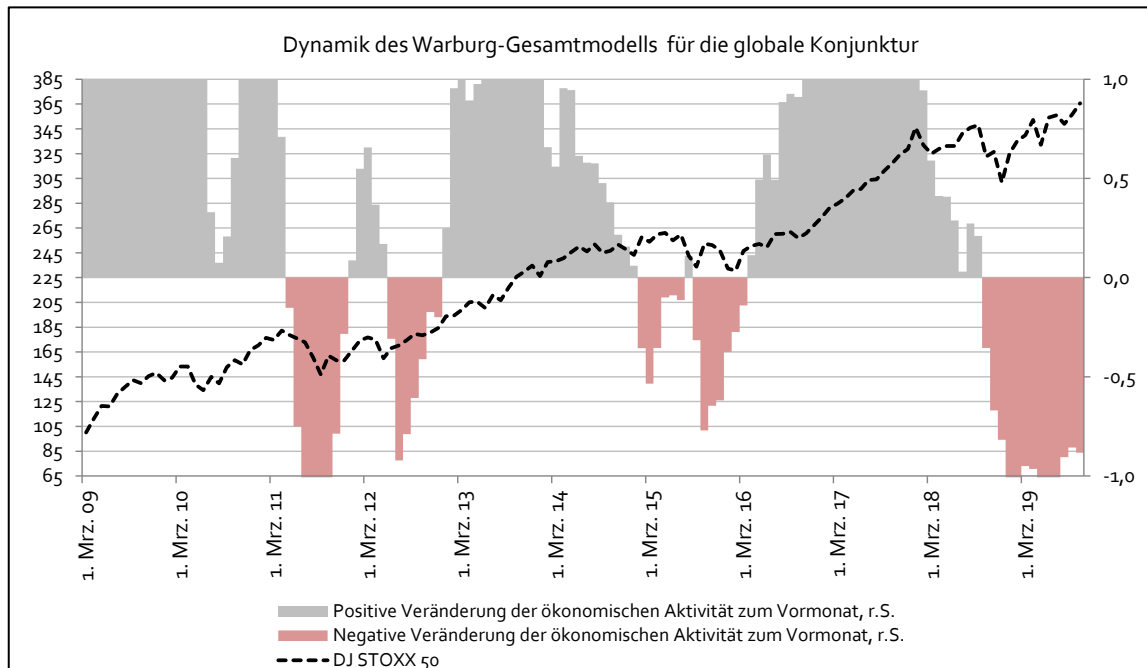
Unser Anspruch besteht grundsätzlich darin, bei langfristig ähnlichen Risikokennzahlen wie in der Benchmark (Volatilität, Value at Risk) eine bessere Wertentwicklung als die Benchmark zu erzielen. Dafür ist eine dynamische Portfoliosteuerung notwendig, die in Krisenzeiten den Anteil risikobehafteter Assetklassen reduziert und in guten Zeiten erhöht. Erst mit einer guten Taktik gelingt es, sich nach Kosten nachhaltig besser als die Benchmark entwickeln zu können. Ein Asset Manager, der sich mehr oder wenig statisch in der Nähe der Benchmark aufstellt, ist kaum in der Lage, nach Kosten für den Kunden einen Mehrwert zu erzielen. Allerdings entspricht es nicht unserer Philosophie, hektische Änderungen im Portfolio vorzunehmen. Die Kunst besteht aus unserer Sicht darin, an den Märkten das „Rauschen“ von den tatsächlichen Signalen zu trennen. Nicht jede neue Nachricht, nicht jede neue Veröffentlichung ist für die Kursentwicklung von einzelnen Wertpapieren oder ganzen Märkten mittel- und langfristig relevant. Wer sich von diesem täglichen „Rauschen“ der Daten und Nachrichten verrückt machen lässt und versucht, jedem neuen Trend und jeder Schlagzeile hinterherzulaufen, wird primär Transaktionskosten, aber nicht unbedingt Performance produzieren. Es bedarf daher eines sehr disziplinierten Ansatzes, um die mittelfristig relevanten Signale für Anlageentscheidungen von dem täglichen, eher irrelevanten „Rauschen“ zu trennen.

### 2.2.2 Taktik im Detail

Eine disziplinierte und für Kunden transparente taktische Entscheidungsfindung bedarf klarer Regeln. Die Regeln müssen einerseits die Themen und Aspekte festlegen, die regelmäßig zu analysieren sind; andererseits müssen auch Regeln darüber aufgestellt werden, wie die Ergebnisse der Analysen konkret in die Entscheidungsfindung einfließen.

Hinsichtlich der Themen haben wir fünf Themenblöcke identifiziert, von denen wir nicht nur theoretisch erwarten können, dass sie einen signifikanten Einfluss auf die Wertentwicklung von Märkten haben, sondern von denen wir auch empirisch beweisen können, dass dies der Fall ist. Folgende Themen werden von uns analysiert und für die Herleitung der taktischen Allokation genutzt:

- **Die konjunkturelle Lage:** Märkte können sich nicht langfristig von fundamentalen Daten abkoppeln. Wenn Gewinne über eine längere Zeit steigen, müssen auch die Kurse von Aktien steigen, da sonst die Bewertungsrelationen ökonomisch unplausible Werte annehmen. Gleiches gilt für Anleihen. Die Rendite von Anleihen korreliert langfristig hochgradig mit dem nominalen BIP-Wachstum. Der Konjunkturzyklus ist dementsprechend untrennbar mit der Frage verbunden, inwieweit man in Aktien oder Anleihen investieren sollte. Um ein exaktes Lagebild über die aktuelle konjunkturelle Lage zu erhalten, werten wir tagtäglich eine Vielzahl von Konjunkturdaten mit Hilfe quantitativer Modelle aus, deren Zuverlässigkeit sich in den vergangenen Jahren immer wieder bewiesen hat. Hierzu verwenden wir sogenannte Fundamentalmodelle, die makroökonomische Frühindikatoren und andere realwirtschaftliche Konjunkturdaten berücksichtigen.
- **Die konjunkturelle Dynamik:** Märkte sind heute noch mehr als früher extrem effizient und preisen fundamentale Informationen mit hoher Geschwindigkeit ein. Daher reicht es nicht, nur die konjunkturelle Lage zu begutachten. Wichtig sind zudem Informationen über (anstehende) Wendepunkte. Denn es sind gerade die Wendepunkte im Konjunkturzyklus, die bestimmen, zu welchem Zeitpunkt sich der Markt von einem Regime in ein anderes begibt. Ein Lehrbuchbeispiel dafür ist das Frühjahr 2009. Damals befand sich die Weltwirtschaft in einer sehr schweren Rezession, und es dauerte etwa bis Herbst 2009, bis von einem Ende der Rezession gesprochen werden konnte. Der singuläre Blick auf die konjunkturelle Lage (und eben nicht auf die Dynamik) hätte im Frühling 2009 dazu geführt, dass man eine Anhebung der Aktienquote unmöglich hätte rechtfertigen können. Allerdings markiert der Frühling 2009 den Tiefpunkt in diesem Konjunkturzyklus; ab etwa April 2009 wurden die Daten nicht mehr schlechter, sondern begannen langsam, sich zu verbessern. Auch die leicht verbesserten Daten waren bei objektiver Betrachtung noch extrem schlecht, aber für den Markt war die Bodenbildung der Daten das Signal, dass am Ende des Tunnels tatsächlich ein schwaches Licht sichtbar wird. Fast gleichzeitig zu dieser fundamentalen Entwicklung konnte auch an den Aktien- und Anleihemärkten eine Trendwende beobachtet werden. Ein anderes Beispiel für die Bedeutung der Analyse der konjunkturellen Dynamik ist der Herbst 2007. Damals befand sich die Wirtschaft in einer hervorragenden Verfassung, und es dauerte noch viele Monate, bis klar wurde, dass die Weltwirtschaft in eine Krise geraten könnte. Der konjunkturelle Wendepunkt war aber Ende 2007 erreicht, und die Dynamik wurde ab Januar 2008 zunehmend negativ. Es ist sicher kein Zufall, dass auch die Aktienmärkte ihren Höhepunkt im Januar 2008 erreicht hatten und danach massiv unter Druck gerieten. Auch in den Folgejahren (2011, 2012, 2015) gingen Veränderungen in der konjunkturellen Dynamik immer mit einem Richtungswechsel der Märkte einher. Daher spielt für uns die Analyse der konjunkturellen Dynamik eine große und bedeutende Rolle. Wir werden dabei von Modellen unterstützt, die täglich eine signifikante Anzahl von konjunkturrelevanten Zeitreihen aus der ganzen Welt auswerten und zu einem Konjunkturdynamik-Index verdichten. Da die Dynamik von Konjunkturdaten allerdings viel volatil ist als die konjunkturelle Lage, kann es bei einer rein modellgestützten Analyse zu kurzfristigen Fehlsignalen kommen. Deshalb ist eine diskretionäre Einschätzung der konjunkturellen Dynamik sinnvoll. Diese Einschätzung wird von unserem Chefvolkswirt und unserem Chefstrategen vorgenommen.



**Abbildung 5: Konjunkturelle Dynamik**

Quelle: Reuters und eigene Berechnungen

*Bitte beachten Sie bei allen Charts, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen sind.*

- **Der monetäre Impuls der Geldpolitik:** Seit einigen Jahren entwickelt sich ein Themenblock zu einem maßgeblichen Treiber der Wertentwicklung von Märkten, der zuvor keine größere Relevanz hatte: Die Geldpolitik. Von der extrem expansiven Gestaltung der Geldpolitik in den USA, Europa und Japan sind in den letzten Jahren massiv positive Impulse auf Aktien und Anleihen ausgegangen. Dieser Sachverhalt ist auch ökonomisch plausibel, da ein sehr tiefes oder sogar negatives Zinsniveau zu sehr hohen Barwerten von Gewinnen führt und damit Bewertungsrelationen nachhaltig verschiebt. So wundert es nicht, dass in den letzten drei Jahren ein nicht unerheblicher Teil der Wertentwicklung von Aktienmärkten durch Veränderungen der Leitzinserwartungen erklärt werden konnte. Wir gehen nicht davon aus, dass die Geldpolitik auch in den kommenden Jahren einen derart dominanten Einfluss auf die Wertentwicklung von Märkten haben wird. Zinsen und Renditen haben inzwischen ein Niveau erreicht, das nicht mehr substantiell unterschritten werden kann, ohne dass es zu realwirtschaftlichen Verwerfungen käme. Trotzdem wird die Bedeutung dieses Faktors so hoch bleiben, dass er im Kontext mit den anderen hier aufgeführten Faktoren weiter berücksichtigt werden muss.
- **Das Sentiment:** Da realwirtschaftliche Datenreihen immer mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung veröffentlicht werden und zudem Wendepunkte im Konjunkturzyklus teilweise von Märkten antizipiert werden, bevor sie tatsächlich beobachtet werden können, erscheint es sinnvoll, auch Marktdaten zu nutzen. Zudem konnte in den letzten Jahren mehrfach beobachtet werden, wie der Markt zwischen zwei Regimen wechselt: Einem Risk-On und einem Risk-Off-Modus. Befindet sich der Markt beispielsweise in einem Risk-Off-Modus

interpretieren Investoren selbst gute Daten eher kritisch, während in einem Risk-On-Modus objektiv schlechte Daten mit einer positiven Tendenz interpretiert werden. Offensichtlich spielt die jeweilige Stimmung und damit das Sentiment der Investoren eine nicht unerhebliche Rolle im Verständnis für die Marktentwicklung. Dieses Sentiment lässt sich vergleichsweise gut mit Modellen beschreiben, die hochfrequente Finanzmarktdaten wie implizite Volatilitäten, Spreads oder Put/Call-Ratios auswerten. Diese Analysen haben die wichtige Funktion, frühzeitig Strukturbrüche in Marktregimen zu identifizieren, die sich in den Fundamentalmodellen erst nach längerer Zeit zeigen und die dazu führen, dass Kurse zwischenzeitlich von ihren längerfristigen fundamental begründeten Trends abweichen können. Insbesondere für das Markttiming haben sich diese Modelle bewährt. Wir glauben aber nicht, dass das eine perfekte Sentiment-Modell existiert, mit dem perfekt erklärt werden kann, in welchem Modus sich der Markt jeweils aktuell befindet. Wir nutzen daher mehrere Modelle und behalten uns auch eine diskretionäre Entscheidung und Einschätzung vor.

- **Die Gewinnrevisionen:** Wir werten mikroökonomische Daten aus, um Anhaltspunkte für eine mögliche Fehlbewertung von Märkten zu gewinnen. Dazu gehört zum Beispiel die Entwicklung der Unternehmensgewinne oder Veränderungen bei den Cashflowprognosen. Entscheidend sind hier vor allem die Wendepunkte im Verlauf der Gewinne oder anderer Unternehmenskennzahlen. I.d.R. gehen mit den fundamentalen Wendepunkten auch Wendepunkte an den Märkten einher. Da es vergleichsweise selten zu Wendepunkten in diesen Zeitreihen kommt, lassen sich diese Daten sehr gut für die Zwecke der taktischen Allokation nutzen. Neben Wendepunkten lassen diese Daten auch Plausibilitätsüberlegungen darüber zu, inwieweit in den kommenden Monaten weiterer Revisionsbedarf entsteht, der sich wiederum negativ auf die Stimmung an den Märkten niederschlagen könnte.

Der Chefvolkswirt, der Chefstrategie und der Leiter der Vermögensverwaltung geben einmal pro Woche eine explizite Einschätzung zu diesen Themenfeldern ab. Aus der Positionierung bei allen fünf Themen ergibt sich direkt die taktische Quote für Aktien und Anleihen. Die taktische Allokation der risikobehafteten Assetklassen reicht regelgebunden von „stark untergewichten“ über „leicht untergewichten“ zu „neutral“, „leicht übergewichten“ und schließlich „stark übergewichten“.

Mit dieser generellen Einschätzung wird zwar die grundsätzliche Positionierung der Portfolios bestimmt, nicht jedoch die exakte Gewichtung der einzelnen Märkte. So ergibt sich aus einer neutralen taktischen Positionierung zwar eine Gewichtung der Assetklassen in der Nähe der strategischen Allokation; das muss allerdings nicht bedeuten, dass zum Beispiel sämtliche Aktienmärkte exakt auf dem Gewicht der strategischen Allokation liegen müssen. Vielmehr wäre es denkbar und im Einzelfall auch gut begründet, beispielsweise US-Aktien überzugewichten, europäische Aktien aber gleichzeitig unterzugewichten. Diese Entscheidungen werden in der wöchentlichen Sitzung des Allokationskomitees getroffen und basieren ebenfalls auf primär fundamentalen Einschätzungen.



## 3 Fondsselektion

### 3.1 Selektion von ETFs und aktiven Fonds

Jede Assetklasse muss in einem konkreten Portfolio über Wertpapiere abgebildet werden. Dies kann grundsätzlich über einzelne Wertpapiere, über börsengehandelte Indexfonds (ETFs) oder aber über aktiv gemanagte Publikumsfonds geschehen. Investitionen in einzelne Aktien oder Anleihen scheiden für uns als Alternative aus, da in dem präferierten Investmentprozess Allokationsentscheidungen im Vordergrund stehen und eine sehr hohe Diversifikation auf Ebene der einzelnen Märkte erwünscht ist, diese aber bei kleineren Investmentbeträgen über Einzelpositionen nicht sinnvoll dargestellt werden kann. Auch kommen für uns Mischfonds nicht in Frage, da wir mit jedem Wertpapier eine konkrete Assetklasse in einem konkreten Markt steuern wollen.

Für uns sind aber sowohl börsengehandelte passive Fonds als auch aktive Fonds ein probates Mittel, um Märkte im Rahmen unserer Portfoliokonstruktion abzubilden:

- Für ETFs sprechen die günstigen Gebühren und der hohe Grad an Transparenz und konzeptioneller Klarheit.
- Aktive Fonds können über eine gute Managementleistung die Benchmark schlagen und proaktiv mit Sondersituationen umgehen.

Die Auswahlkriterien für ETFs und aktive Fonds sind aber in jedem Fall rigide und streng:

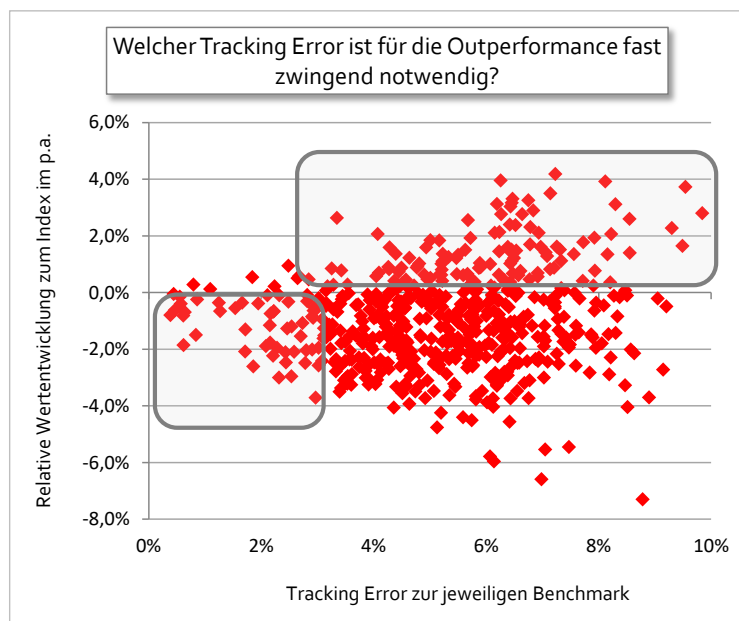
- **ETFs:** Die ETFs sollen (wenn möglich) vollreplizierend sein, einen sehr geringen Tracking Error<sup>2</sup> zur Benchmark aufweisen und kostengünstig sein. Zudem überprüfen wir, ob die ETFs aus steuerlicher Sicht für einen deutschen Kunden vorteilhaft konzipiert sind und auch in Stressphasen an Märkten eine ausreichende Liquidität gewährleisten.
- **Aktive Fonds:** Neben quantitativen Elementen kommen auch qualitative Elemente bei der Selektion zum Einsatz. Auf der quantitativen Ebene nehmen wir eine Fonds-Vorselektion vor, in der über eine Clusteranalyse vergleichbare Fonds zu Peergroups zusammengefasst werden. Innerhalb der Peergroups wird ein Scoring-Modell erstellt, welches auf verschiedenen Kennzahlen aufbaut (Rendite, maximaler Drawdown, Volatilität, Information Ratio, Länge des Track Records etc.) und diese in einem Ranking zusammenfasst. Fonds mit einer sehr guten Platzierung im Ranking werden qualitativ von erfahrenen Portfoliomanagern dahingehend untersucht, ob und inwieweit Investmentprozesse stringent und mit dem Investmentziel kompatibel sind.

Auch wenn die Vorteile einer passiven Abbildung von Indizes über börsengehandelte ETFs unbestritten sind, sind wir doch nicht der Meinung, dass eine Abbildung über Index-ETFs immer die

---

<sup>2</sup> Der Tracking Error bezeichnet die Standardabweichung zwischen der Rendite eines Portfolios und der Rendite seiner Benchmark (Vergleichsmaßstab zur Messung des Anlageerfolgs). Je höher der Tracking Error, desto größer die durchschnittliche Abweichung der Fondsentwicklung von der Wertentwicklung der Benchmark. Aktiv gemanagte Fonds haben in der Regel einen höheren Tracking Error als passive Fonds, die eine Benchmark - in dem Fall der zugrunde liegende Index - einfach nachbilden.

zwangsläufig bestmögliche Lösung ist. Dies wäre nur dann der Fall, wenn marktkapitalisierungsgewichtete Indizes immer die effizienteste Lösung zur Abbildung des Marktes wären. Das ist aber definitiv nicht so, obwohl die Finanzmarkttheorie gerne aus Gründen der Vereinfachung und Eleganz diesen Sachverhalt postuliert. Aber gerade weil immer mehr Investoren „unreflektiert“ über ETFs ganze Märkte kaufen, findet eine tiefergehende Informationsverarbeitung immer weniger oder gar nicht mehr statt. Spätestens hier führt sich die These vom effizienten Markt, abgebildet über eine kapitalisierungsgewichtete Gewichtungsstruktur, ad absurdum. Auch empirisch lässt sich zeigen, dass unter allen möglichen Portfoliostrukturen marktkapitalisierungsgewichtete Indizes in aller Regel langfristig eher suboptimal abschneiden. Die Abbildung zeigt, dass Portfolios mit niedrigem Tracking Error in der Regel eine schlechtere Wertentwicklung als der Index haben. Auf der anderen Seite zeigt die Grafik aber auch, dass erst ein hoher Tracking Error nötig ist, um überhaupt eine positive Wertentwicklung gegenüber dem Index zu erzielen. Gleichzeitig steigt aber auch das Risiko einer deutlichen Underperformance.



**Abbildung 6: Tracking Error und relative Wertentwicklung**

Quelle: Reuters und eigene Berechnungen

*Bitte beachten Sie bei allen Charts, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen sind.*

Wo es sinnvoll ist, investieren wir deshalb auch in aktive Fonds. Wir sind überzeugt davon, dass dies in bestimmten, weniger effizienten oder „erfahrenen“ Märkten möglich ist. Viele Anbieter von Vermögensverwaltungslösungen, die darauf verzichten, tun dies im Übrigen nicht immer aus Überzeugung, sondern einfach nur, weil sie keine Kapazitäten für eine solide Fondsselektion aufweisen. Wenn man allerdings aktive Fonds selektiert, muss sichergestellt sein, dass sie neben einer günstigen Kostenstruktur auch durch ein aktives Management konzeptionell bedingt in der Lage sind, die Benchmark langfristig schlagen zu können.

### 3.2 Selektion von nachhaltigen Fonds

Für viele Anleger ist das Thema Nachhaltigkeit in den letzten Jahren ein wichtiger Bestandteil für Entscheidungen bei Ihrer Kapitalanlage geworden. Um diesem Bedürfnis gerecht zu werden, berücksichtigen wir im M.M.Warburg & CO Portfoliomanagement bei Investitionsentscheidungen neben finanzwirtschaftlichen Aspekten zusätzlich den Bereich der nachhaltigen ESG-Kriterien (Environment, Social, Governance).

Umwelt (E)	Sozial (S)	Unternehmensführung (G)
Klimawandel	Mitarbeiterrechte/ -förderung	Korruption als Vertriebsunterstützung
Produkte (Atomkraft, GMO, Streubomben, Tabak)	Wahl der Lieferanten bzgl. gesellschaftlicher Kriterien	Nachhaltige Unternehmensführung
CO <sub>2</sub> -Ausstoß	Umgang mit Kundendaten, Produktsicherheit, Marketing	Lobbying
Investitionen in Wasserprojekte	Kinderarbeit in der Zulieferkette	Aktive Aktionäre
Giftige Schadstoffe	Gesellschaftliches Engagement	Undurchsichtige Eigentumsverhältnisse

Auf der quantitativen Ebene nehmen wir auch bei nachhaltigen Fonds eine Vorselektion vor, in der über eine Clusteranalyse vergleichbare Fonds zu Peergroups zusammengefasst werden. Innerhalb einer jeden Vergleichsgruppe werden die Fonds identifiziert, die unseren ESG-Kriterien genügen.

Unser ESG Ansatz basiert dabei auf einem mehrstufigen Prozess zur Ermittlung von nachhaltigen Investmentfonds.

1. Im ersten Schritt wird das komplette Universum von etwa 13.000 Fonds anhand des Morningstar Sustainability Rating ausgewertet. Fonds ohne Nachhaltigkeitsrating schließen wir aus, so dass etwa 4.800 Fonds verbleiben.
2. Im Anschluss selektieren wir die Fonds, die den Nachhaltigkeitsgedanken überdurchschnittlich stark berücksichtigen. Ausgangsbasis für diese Einschätzung bildet das Nachhaltigkeitsresearch von Sustainalytics, einem der größten Anbieter von Nachhaltigkeitsresearch weltweit.
3. In der quantitativen Analyse werden alle Fonds miteinander verglichen, die unserem ESG-Ansatz und der gleichen Fondskategorie (zum Beispiel "Globale Aktien") entsprechen. Innerhalb dieser Kategorie wird anhand einer Vielzahl von statistischen Kennzahlen (z.B. Rendite-/Risikozahlen, Information Ratio, max. Drawdown etc.) eine Rangliste erstellt. Fonds, die noch keine drei Jahre am Markt sind, bekommen einen Abschlag.
4. Im vierten Schritt erfolgt durch unsere Fondsanalysten eine qualitative Überprüfung der jeweils besten Fonds in ihrer Kategorie. Wichtig hierbei das Nachhaltigkeitskonzept der Titelauswahl, die Kostenstruktur sowie die Struktur der Fondsanteileigner. Bei der

Fondsauswahl bei präferieren wir Anbieter, die ihr Stimmrecht unter Berücksichtigung von ESG Themen ausüben.





## 4 Zusammenfassung

Unsere erfahrenen Portfoliomanager investieren das Vermögen auf Basis eines klar strukturierten Investmentprozesses verantwortungsbewusst in attraktive Märkte und Wertpapiere und ermöglicht damit Privatkunden einen Zugang zu hochdiversifizierten Portfolios. Die resultierenden Portfolios sind nicht statisch, sondern werden regelmäßig vor dem Hintergrund jeweils aktueller Marktbewegungen und Markteinschätzungen angepasst. Eine individuell abgestimmte Anlagestrategie berücksichtigt die langfristigen Anlageziele und die Risikoneigung unserer Kunden und dient der Festlegung einer strategischen Allokation. Diese ist die Ausgangsbasis für unseren Investmentprozess, der sich dadurch auszeichnet, dass jederzeit transparente und nachvollziehbare Anlageentscheidungen getroffen werden, die auf unserer fundamental begründeten Markteinschätzung basieren. Diese beruht auf einer umfassenden quantitativen und qualitativen Analyse der globalen Konjunkturentwicklung, für die volkswirtschaftliche Zeitreihen und Unternehmensdaten herangezogen werden. Sie bilden das Grundgerüst unserer taktischen Asset Allokation. Darüber hinaus werden auch Sentimentdaten sowie Impulse aus der Geldpolitik bei den Anlageentscheidungen berücksichtigt. Die Abbildung von Assetklassen und Märkten erfolgt über ETFs und aktiv gemanagte Fonds, die einem rigiden mehrstufigen Selektionsprozess unterliegen. Aktiv gesteuerte Fonds kommen aber nur dann zum Einsatz, wenn uns die im jeweiligen Markt existierenden Informationsineffizienzen hinreichend hoch erscheinen, so dass die Wahrscheinlichkeit einer Outperformance eines aktiven Fonds gegenüber dem ETF deutlich über 50% liegt. Insgesamt existieren sieben verschiedene Portfoliostrukturen, die das Spektrum von einer sehr defensiven bis zu einer sehr offensiven Anlagepräferenz abdecken. Die Kundenzuordnung zu einer der Strategien erfolgt über einen ausführlichen interaktiven Fragebogen.

Im Ergebnis erhält der Kunde ein Portfolio, das mit seinen Risikopräferenzen kompatibel ist, Diversifikationsvorteile bestmöglich nutzt und aktiv von erfahrenen Portfoliomanagern gesteuert wird.



## 5 Disclaimer

*Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab.*