
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 und einen Schwerpunkt auf die dauerhafte Einhaltung von Risikokennzahlen legen. Da Risiken im Zeitverlauf schwanken, ist eine einmal erstellte Portfoliostruktur 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.

In den letzten Jahren hat sich bei vielen institutionellen Investoren zunehmend der Trend etabliert, diese Portfolioanpassungen regelgebunden durchzuführen, um Emotionen so weit wie möglich auszuschalten und individuelle Risikopräferenzen von Investoren so präzise wie möglich zu berücksichtigen. Genau diese Regelbindung ist auch Basis für den Investmentprozess vom Warburg Navigator. Innerhalb dieser regelgebundenen Portfoliokonstruktion finden sich allerdings auch qualitative und damit prognosebasierte Elemente. Wir kombinieren damit die Stärken prognosefreier und prognosebasierter Investmentprozesse auf elegante und effiziente Weise.

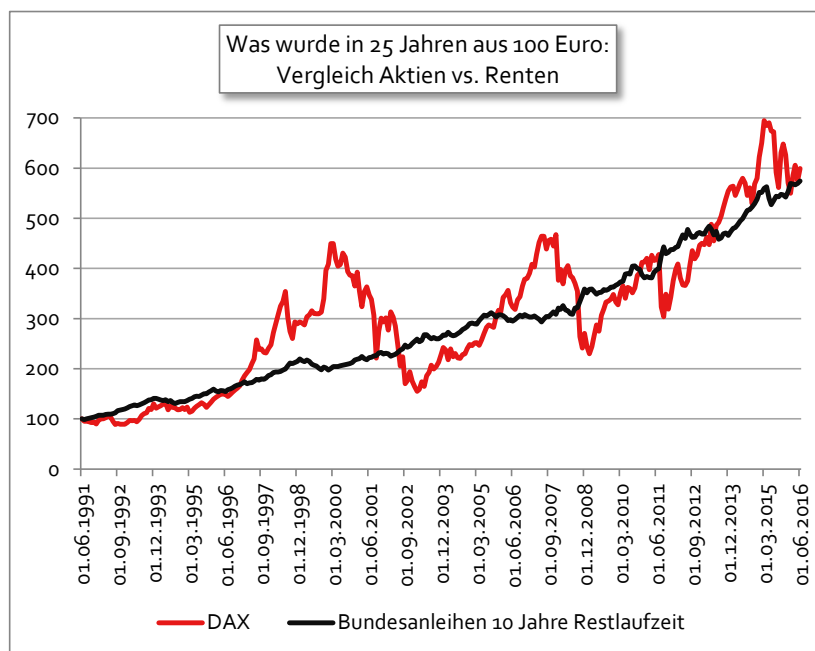
Inhaltsverzeichnis

1	Ausgangssituation.....	2
2	Der Investmentprozess von Warburg Navigator: Drei Schritte zum Erfolg.....	5
2.1	Herleitung der kundenspezifischen Allokation.....	5
2.2	Das prognosefreie Grundmodell in der taktischen Steuerung.....	6
2.2.1	Prognosefrei oder prognosebasiert?	6
2.2.2	Risk Parity & Maximum Diversification	7
2.2.3	Einsatz der Methoden bei Warburg Navigator	8
2.2.4	Wertentwicklung im Backtest.....	9
2.2.5	Nachteile prognosefreier Methoden	10
2.3	Zusammenführung von prognosefreien und prognosebasierten Elementen	11
3	Selektion von ETFs und aktiven Fonds	12
4	Zusammenfassung.....	14

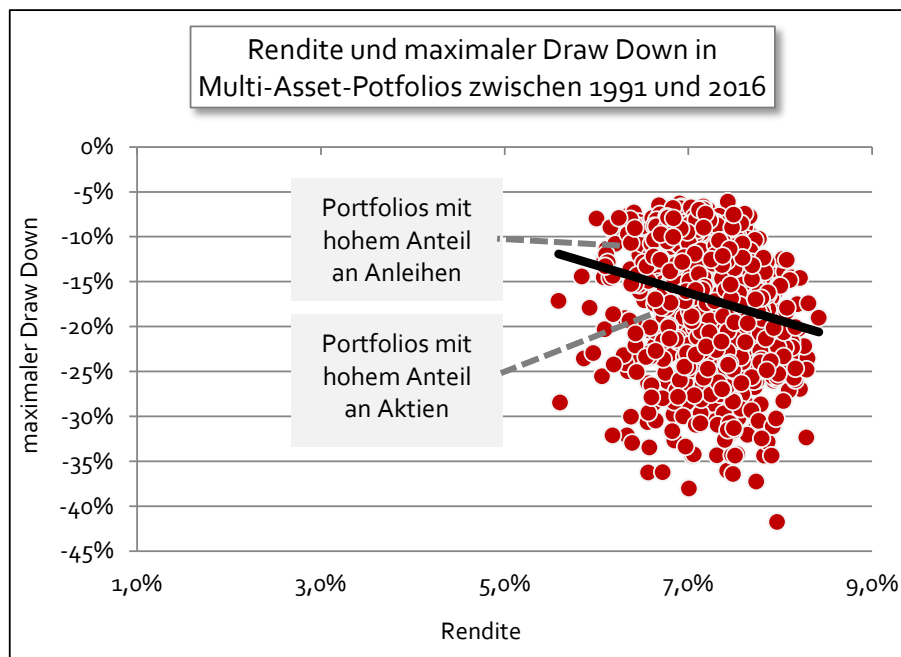
1 Ausgangssituation

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. Im 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 hatte.



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 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 graphisch dargestellt.



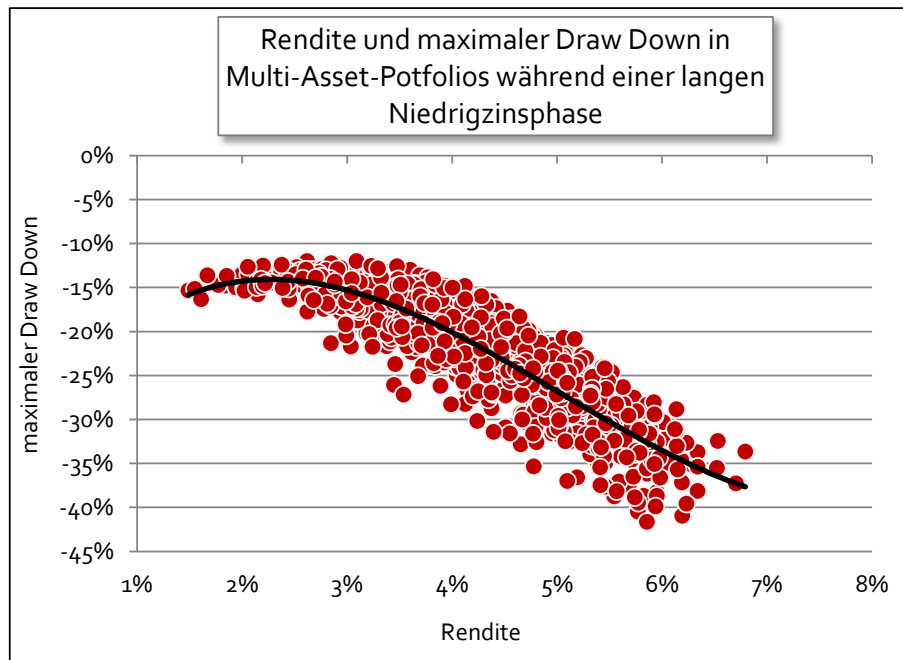
Hier zeigt sich, dass bei der Wahl einer defensiven Portfoliostruktur hohe Renditen von sieben Prozent p.a. und mehr mit Drawdowns von nur sechs Prozent realisiert werden konnten. Dieses Erfahrungswissen haben viele Investoren noch im Hinterkopf, wenn sie Investitionen für die nächsten Jahre planen.

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 Bundanleihen, die in der Vergangenheit eine hervorragende Wertentwicklung ermöglichten, 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.



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: Drei Schritte zum Erfolg

2.1 Herleitung der kundenspezifischen 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 und Risikotoleranz ermöglicht. Jedem Kunden wird eine auf seine individuellen Bedürfnisse zugeschnittene Strategien zugeteilt, die sich in ihrer Portfoliokonstruktion hinsichtlich des prognostizierten Value at Risk unterscheiden.



Value at Risk (VAR): Ein Maß dafür, wie stark ein Portfolio über einen definierten Zeitraum in einem extremen Szenario mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit an Wert verlieren kann

Wir betrachten in unserer Portfoliokonstruktion rollierende Jahreszeiträume mit einem Konfidenzintervall von 95%. Dies bedeutet, dass die von uns gewählten und aktiv gesteuerten Portfolios nur in fünf Prozent aller Fälle innerhalb eines Jahres eine Wertentwicklung aufweisen sollten, die schlechter ist als der durch den VAR aufgezeigten Grenzwert. Auch wenn jede der Grundstrategien in der Portfoliokonstruktion am VAR ansetzt, existieren weitere Rahmenbedingungen, die in der Portfoliooptimierung berücksichtigt werden und Teil des Vermögensverwaltungsvertrages sind.

Maximal Quoten je nach Strategie							
Strategie	1	2	3	4	5	6	7
VaR	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%
Aktien Europa	25%	35%	45%	55%	65%	75%	85%
Aktien USA	15%	20%	25%	30%	40%	50%	60%
Aktien Asien ex China	5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%
Aktien Schwellenländer	5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%
Staatsanleihen Europa	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Staatsanleihen USA	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Unternehmensanleihen Europa	90%	90%	80%	70%	60%	50%	40%
High Yield USA	10%	10%	12,5%	12,5%	15%	15%	15%
High Yield Staatsanleihen EM	10%	10%	12,5%	12,5%	15%	15%	15%

Rohstoffe ohne Gold	0%	15%	5%	5%	5%	5%	5%
Gold	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

2.2 Das prognosefreie Grundmodell in der taktischen Steuerung

2.2.1 Prognosefrei oder prognosebasiert?

Wir sind der festen Überzeugung, dass eine statische Allokation über längere Zeiträume den Anforderungen von Kunden an einen kontinuierlichen Vermögensaufbau nicht mehr gerecht werden kann. Wie in Kapitel I aufgezeigt, verstellt der Blick auf die Vergangenheit leider zudem, dass höhere Risiken als historisch notwendig eingegangen werden müssen, um überhaupt nach Kosten und Steuern eine attraktive Rendite erzielen zu können. Diese Risiken stehen aber dem Wunsch nach einem kontinuierlichen Vermögensaufbau im Wege, so dass eine moderne Portfoliosteuerung an Risiken ansetzen muss, um diese im Zeitablauf beherrschbar zu machen.

Dies bedeutet, Portfoliostrukturen kontinuierlich im Hinblick auf ihre Risikoeigenschaften zu beobachten und ggf. Anpassungen vorzunehmen, um kundenspezifische Risikogrenzen einzuhalten. Zielgröße in der Portfoliosteuerung ist für uns – wie schon erwähnt - der VAR. Wir leiten aus den kundenspezifischen Risikopräferenzen einen damit kompatiblen VAR ab und konstruieren das Portfolio derart, dass der VAR mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% eingehalten werden kann.

Wir haben uns für den VAR als Kennzahl zur Portfoliosteuerung entschlossen, da der VAR im Gegensatz zur Volatilität greifbarer erscheint und in der von uns verwendeten und modellierten Form auch die reale Existenz „schwarzer Schwäne“ berücksichtigt. Eine Portfoliokonstruktion, die primär auf die Einhaltung eines VAR abgestellt ist, kann prognosefrei sein, muss aber nicht ausschließlich mit prognosefreien Methoden arbeiten.

Im Asset Management haben sich in den letzten Jahrzehnten zwei divergierende Strömungen entwickelt, wenn es um die Konstruktion von Multi-Asset-Portfolios geht. Vereinfacht gesagt geht es darum, nach welchen Hauptkriterien Portfolios konstruiert werden:

- In einem **prognosebasierten** Ansatz existiert eine explizite „Meinung“ oder eine Einschätzung bezüglich der zu erwartenden zukünftigen Richtung eines Marktes. Typische Indikatoren, die einem Investor hier helfen, Szenarien zu entwickeln und Entscheidungen daraus abzuleiten, sind beispielsweise Konjunkturdaten, die Bewertung von Märkten oder auch die Entwicklung der Geldpolitik.
- Bei einem **prognosefreien** Ansatz wird dagegen bewusst darauf verzichtet, Renditeprognosen in die Portfoliokonstruktion einfließen zu lassen.

Diese prognosefreien Allokationsansätze werden auch und gerade von institutionellen Investoren immer mehr nachgefragt. Die Gründe dafür liegen auf der Hand: Ein Algorithmus ist zwangsläufig emotionslos und tappt nicht in die Fallen, vor denen Investoren vor dem Hintergrund der Behavioural-Finance-Theorie Angst haben müssen. Außerdem „kauft“ ein Investor, der sein Geld solchen Algorithmen anvertraut, ein System, dessen Eigenschaften er genau verstehen kann, ohne von Personenrisiken abhängig zu sein.

2.2.2 Risk Parity & Maximum Diversification

Und auch wenn ein solches System weit davon entfernt ist, perfekt zu sein, so sind doch die Stärken und Schwächen bekannt, transparent darstellbar und sinnvoll einzuordnen. Zudem lässt sich eine solche Strategie gut zurückrechnen, da sie zu 100% regelbasiert ist. Doch wie hätte sich eine solche prognosefreie Allokationsstrategie in der Vergangenheit geschlagen?

Diese Frage ist nicht leicht zu beantworten, da es „die“ Strategie natürlich gar nicht gibt und auch nicht geben kann. Bis vor einigen Jahren haben Standard-Ansätze in diesem Bereich im Prinzip versucht, bei einer einzuhaltenden Risikostruktur (gemessen an der Volatilität) die historische Rendite zu maximieren. Hier schwang die Hoffnung mit, dass in der Vergangenheit erfolgreiche Assetklassen auch in Zukunft eine gute Wertentwicklung aufweisen werden. Aus unserer Sicht macht diese Vorgehensweise aber keinen Sinn, und diese Einschätzung wird auch immer mehr zum Mainstream. So ist diese Strategie de facto nicht prognosefrei, da die Vermutung mitschwingt, wonach sich zukünftige Renditen mit vergangenen Renditen vorhersagen und damit prognostizieren lassen.

Schwerer wiegt aber das Problem, dass diese Art von Algorithmus nur dann eine sinnvolle Allokation für die Zukunft liefert, wenn die statistischen Eigenschaften von Renditen und Risiken diverser Assetklassen im Zeitablauf mehr oder weniger konstant bleiben. Das ist aber nicht der Fall. Dieses Problem führt dazu, dass Lösungen und Portfoliostrukturen vorgeschlagen werden, die in der Vergangenheit nahezu perfekt gewesen wären, in der „Echtzeitanwendung“ jedoch eher bescheiden abschneiden. Man könnte daher auch von einer fehlenden Robustheit sprechen.

Wir präferieren daher eine andere Art der Portfoliokonstruktion, die ohne das Wissen über die historische Wertentwicklung auskommt und zudem unter realen Bedingungen einen höheren Grad der Diversifikation und damit eine höhere Fehlertoleranz und Robustheit aufweist. Warburg Navigator setzt u.a. auf ein Konzept, das in Fachkreisen unter dem Begriff „Risk Parity“ bekannt ist:



Bei Risk Parity werden verschiedene Märkte in einem Portfolio so gewichtet, dass sie alle den gleichen Risikobeitrag für das Gesamtportfolio liefern. Sehr volatile Märkte werden dementsprechend weniger stark gewichtet als risikoarme Märkte, und Märkte, die stark mit anderen Märkten korrelieren, werden ebenfalls weniger stark gewichtet, da sie einen geringeren Diversifikationsbeitrag erzielen. Risikoreichen Märkten mit negativen Korrelationen zu anderen Märkten werden dagegen wiederum etwas höhere Gewichte beigemessen. Durch diese Vorgehensweise erzielt man hochgradig diversifizierte und sehr risikokontrollierte Portfolios, die weniger stark für sog. Curvefitting und Datamining anfällig sind als klassische Ansätze.

Um die Portfoliokonstruktion so robust wie möglich zu gestalten, ergänzen wir die Ausrichtung auf Risk Parity durch die sog. Maximum Diversifikation. Im Rahmen dieser Form der Optimierung werden – vereinfacht gesprochen – Assetklassen aus dem Portfolio entfernt, die aufgrund von Diversifikationsüberlegungen eher redundant sind. Im Ergebnis führt der Ansatz der Maximum Diversifikation im Vergleich zu Risk Parity bei gleicher Volatilität zu einer langfristig etwas stärkeren Berücksichtigung risikobehafteter Assets, da (wie der Name schon nahelegt) die Diversifikation

etwas effizienter erfolgt und man es sich daher „erlauben“ kann, risikobehaftete Assets verstärkt beizumischen.

Die Kombination von Risk Parity mit dem Ansatz der Maximum Diversification führt nach unseren Berechnungen zu Portfolios, die bei sehr robusten Eigenschaften zu einer leicht besseren Wertentwicklung neigen als Portfolios, die lediglich nach Risk Parity Gesichtspunkten optimiert werden.¹

Allerdings existiert bei dieser Vorgehensweise auch ein Haken: Da beispielsweise zwischen Staatsanleihen und Aktien extreme Volatilitätsunterschiede existieren, führt eine Risk Parity Gewichtung in Kombination mit dem Kriterium der Maximum Diversifikation zu einer hohen Gewichtung von Staatsanleihen und einer geringen Gewichtung von Aktien. Die resultierende Volatilität eines solchen Portfolios wäre in der Vergangenheit zeitweise eher gering gewesen, die Rendite vergleichsweise hoch. Genau dies wird sich aber in der Zukunft nicht mehr so leicht replizieren lassen, da die Renditen von Staatsanleihen mit hoher Wahrscheinlichkeit für längere Zeit auf den aktuell niedrigen Niveaus verharren werden. Somit ist diese Lösung vermutlich suboptimal für die Zukunft; zudem können mit der Grundform des Risk Parity Ansatzes in Kombination mit Maximum Diversification keine Portfolios konstruiert werden, die auf expliziten Wunsch des Kunden ein etwas höheres Risiko aufweisen.

2.2.3 Einsatz der Methoden bei Warburg Navigator

Statt auf einen puren kombinierten Risk Parity/Maximum Diversification Ansatz zu setzen, verknüpfen wir diesen Ansatz mit einer Portfoliokonstruktion, in der einerseits ein VAR und damit ein gewisses Risikoniveau angestrebt wird, andererseits aber die Eigenschaften einer robusten Portfoliokonstruktion so gut wie möglich erhalten bleiben. Auf diese Weise kann die Portfoliokonstruktion über eine Vielzahl von Risikostrategien skaliert werden und trotzdem auf der gleichen Investmentphilosophie mit den gleichen grundsätzlichen Eigenschaften beruhen.

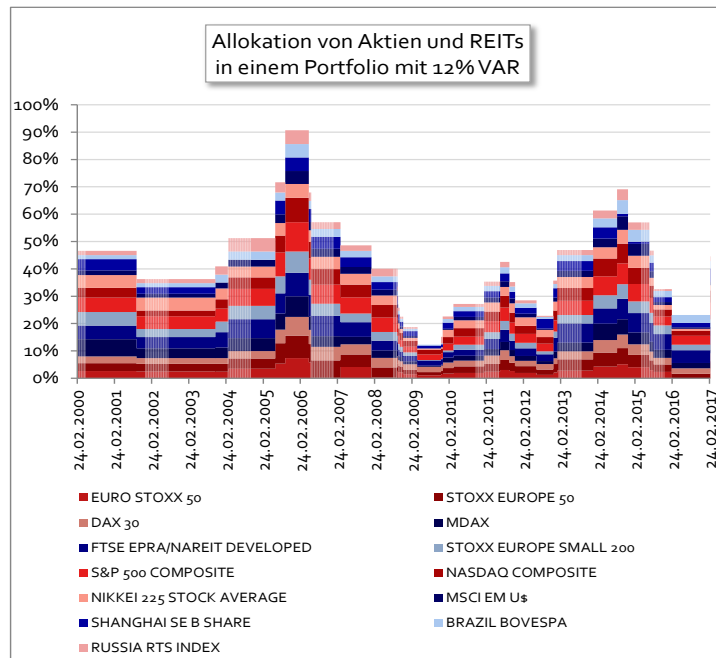
Doch wie hätte sich eine solche Strategie in der Vergangenheit geschlagen? Da es sich hierbei um einen klaren, regelbasierten Ansatz ohne diskretionäre Eingriffe handelt, kann die Wertentwicklung exakt zurückberechnet werden und ließe sich theoretisch auch von einer dritten Partei perfekt replizieren oder verifizieren.

- Die Vorgehensweise vom Warburg Navigator ist dabei wie folgt: Tag für Tag werten wir für 24 verschiedene globale Aktien-, Anleihen- und Rohstoffmärkte die jeweils aktuellen Volatilitäten und Korrelationen aus und errechnen daraus ein Portfolio, das zum einen den jeweils angestrebten VAR von z.B. 12% einhält, und zum anderen so weit wie möglich Risk Parity- und Maximum Diversification Eigenschaften aufweist. Dazu ist ein leistungsfähiger computergestützter Algorithmus notwendig, da diese Aufgabe manuell oder durch „Ausprobieren“ nicht zu bewerkstelligen ist.

Da wir aber im Sinne einer Transaktionskostenkontrolle nicht jede Woche die Gewichte für die Märkte neu anpassen wollen, haben wir Toleranzgrenzen gesetzt, innerhalb derer eine Neuberechnung unterbleibt. Im Ergebnis führte dies zu einer Aktienallokation, die in der folgenden

¹ Technisch gesehen kombinieren wir beide Kriterien, indem wir in der Zielfunktion für den Optimizer das Produkt aus der Kennzahl für Risk Parity und der Kennzahl für Maximum Diversification bilden und unter Nebenbedingungen maximieren.

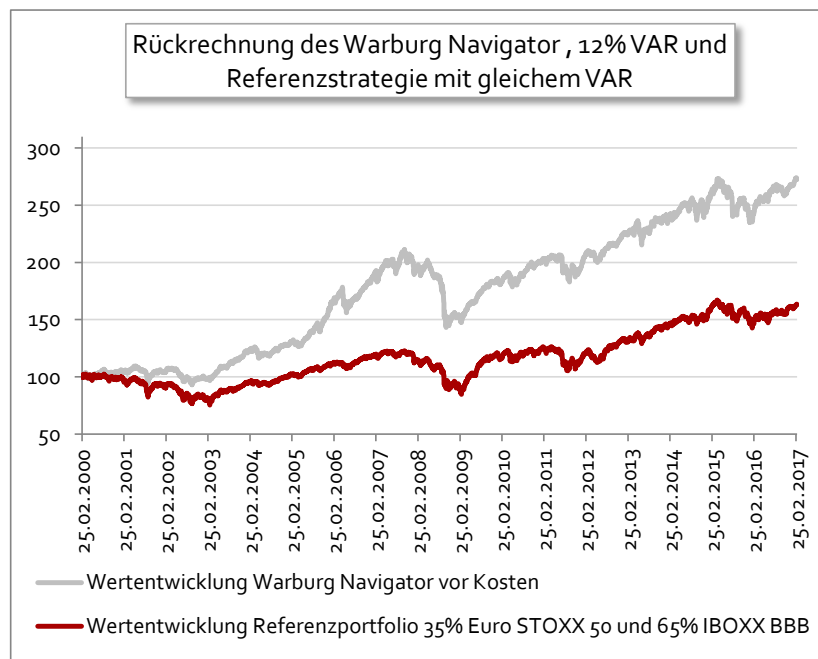
Abbildung grafisch dargestellt ist und einem Portfolio mit einem VAR von 12% entspricht. Trotz der implementierten Toleranzgrenzen ist unser System nicht „träge“, da immer nur die jüngere Historie der realisierten Renditen verwendet wird.



Wichtig dabei ist das Verständnis dafür, dass die Veränderungen in der Allokationsstruktur nichts mit einer Veränderung der Markteinschätzung zu tun haben – diese Art von „Meinung“ oder Prognose existiert in diesem Ansatz nicht. Einzig entscheidend und relevant sind Veränderungen in den statistischen Eigenschaften der Wertentwicklung der betrachteten Märkte.

2.2.4 Wertentwicklung im Backtest

Die daraus resultierende Wertentwicklung wäre nach Kosten erfreulich positiv gewesen, wobei ein Referenzmaßstab nicht leicht zu finden ist. Das liegt daran, dass für diese Art von Portfoliokonstruktion keine „natürliche“ Benchmark existiert; jede Wahl wäre auf eine gewisse Art arbiträr, denn eine Benchmark weist eine fixe Gewichtung verschiedener Assetklassen auf, während in unseren konkreten Portfolios einzig Risikokennzahlen eine Rolle spielen und eben nicht statische Quoten für Aktien und Anleihen. Zum Zweck einer anschaulichen Darstellung haben wir für die kommenden Berechnungen eine Benchmark aus 35% Euro STOXX 50 und 65% Unternehmensanleihen (IBOXX BBB) ausgewählt, die retrograd fast exakt die gleichen Risikoeigenschaften aufweist wie das Navigator Portfolio, wie auch im Unterwasserchart zu erkennen ist.



Die Ergebnisse erscheinen auf den ersten Blick vielversprechend, doch hat das Portfolio vielleicht nur zufällig diese guten Werte erreicht? Ein üblicher Test, mit der die Qualität systematisch getestet werden kann, besteht darin, die Zielfunktion in der Optimierung umzukehren.



Was sind nun die Schlussfolgerungen, die aus diesen Berechnungen und Überlegungen gezogen werden können? Zunächst kann festgestellt werden, dass man mit prognosefreien Algorithmen tatsächlich Rendite- und Risikoeigenschaften erzielt, die zuvor angestrebt wurden. Aus dieser Perspektive ist die Leistungsfähigkeit dieser Ansätze beeindruckend und erklärt, warum Investoren zunehmend Interesse an solchen Methoden zur Portfoliosteuerung finden.

Ein derartiger computergestützter Ansatz macht vor allem dann Sinn, wenn der Investor einen langen Investmenthorizont besitzt. Trotzdem muss ein prognosefreier Ansatz nicht zwangsläufig und automatisch die beste Lösung zur Portfoliosteuerung sein.

2.2.5 Nachteile prognosefreier Methoden

Prognosefreie Strategien haben ihre klaren Vorteile; diese liegen vor allem in einer klaren Regelbindung und damit in einer emotionsfreien Portfoliokonstruktion, die statistische Informationen über die relevanten Zeitreihen mit hoher Effizienz verwertet. Diesen Vorteilen stehen aber auch Nachteile entgegen, die nicht negiert werden können. Dazu gehören die Vergangenheitsorientierung:

- Sämtliche verwerteten Daten sind vergangenheitsbezogen, an keiner Stelle im Prozess wird ein expliziter Blick in die Zukunft geworfen.
- Wissen, das beispielsweise hinsichtlich fundamentaler Daten vorliegt, wird nicht genutzt.

- Viele Asset Manager nutzen gerne prognosefreie Ansätze, da sie somit ein Defizit in den Fähigkeiten zur qualitativen Einschätzung von Märkten elegant kaschieren können.

M.M.Warburg & CO verfügt beispielsweise über ein vielfach prämiertes Makro-Research und ein Portfoliomanagement mit jahrzehntelanger Erfahrung. Es wäre unvernünftig, diese Fähigkeiten nicht auch in den Warburg Navigator einfließen zu lassen.

2.3 Zusammenführung von prognosefreien und prognosebasierten Elementen

Wie lassen sich prognosefreie und prognosebasierte Elemente so miteinander kombinieren, dass ein sinnvoller Gesamtprozess entsteht, in dem sich beide Ansätze bestmöglich ergänzen?

Wir tun dies, indem wir die Markteinschätzung des Makro-Researchs sowie der Portfoliomanager in den an sich prognosefreien Teil der Portfoliokonstruktion „einbauen“. Wenn beispielsweise das Asset Allocation Komitee von M.M.Warburg beschließt, die Aktienquote auf „leicht untergewichten“ zu senken, wird auch der für ein gegebenes Portfolio angestrebte VAR um etwa zehn Prozent gesenkt. Im Falle einer Entscheidung, die Aktienquote auf „stark untergewichten“ zu senken, erfolgt sogar eine Absenkung des angestrebten VAR um 20 Prozent. Die Idee dahinter ist wie folgt: Wenn aus einer qualitativen Betrachtung heraus eine Absenkung der Aktienquote mit hoher Konfidenz sinnvoll erscheint, ist es nicht zielführend, zwangsweise an einer Risikostruktur festzuhalten, obwohl man davon ausgeht, dass Risiko temporär nicht entlohnt wird. Wichtig ist, dass wir diese Anpassungen nur für negative Einschätzungen des Asset Allocation Komitee vornehmen. Bei einer folgenden Anhebung der Aktienquote werden die vorher aufgenommenen Restriktionen entfernt, aber bei einer Anhebung über neutral ändert sich die mit der Strategie einhergehende VAR-Größe nicht.

Ein weiterer Punkt der Einbettung von prognosebasierten Elementen betrifft die Einschätzung einzelner Assetklassen. Das Portfoliomanagement von M.M.Warburg erarbeitet auch zu einer Vielzahl einzelner Assetklassen einen mittelfristigen Ausblick auf die zu erwartende Wertentwicklung. Dieser primär qualitativ abgeleitete Ausblick kann ebenfalls mit unserem prognosefreien Ansatz in Einklang gebracht werden, indem für Assetklassen und Märkte mit einem besonders negativen Ausblick eine Gewichtungsrestriktion eingeführt wird. Damit wird der Algorithmus gezwungen, ggf. Assetklassen dort zu reduzieren, wo eine besonders negative, prognosebasierte Markteinschätzung vorliegt.

Das zentrale Merkmal dieses Portfoliokonstruktionsprozesses besteht somit darin, dass sämtliche Gewichte für Assetklassen und Märkte von einem Algorithmus vorgenommen werden, der einen VAR einhalten und dabei so weit wie möglich Zielfunktionen hinsichtlich Risk Parity und Maximum Diversification berücksichtigen muss. Dieser Algorithmus wird aber in seinen „Freiheiten“ so eingeschränkt, dass er gleichzeitig auch qualitative und damit prognosebasierte Elemente berücksichtigt. Dadurch kann zu keinem Zeitpunkt eine Situation entstehen, in der sich die taktische Allokation des Warburg Navigators diametral zur taktischen Allokation des Portfoliomanagements von M.M.Warburg & CO entwickelt. Vielmehr ist innerhalb gewisser Grenzen ein Gleichlauf gewährleistet, ohne das Leistungsversprechen der an sich prognosefreien Portfoliokonstruktion maßgeblich zu verwässern.



3 Selektion von ETFs und aktiven Fonds

Jede Assetklasse muss in einem konkreten Portfolio über Wertpapiere abgebildet werden. Dies kann grundsätzlich über Einzelwertpapiere, 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 beide Alternativen gibt es gute Gründe:

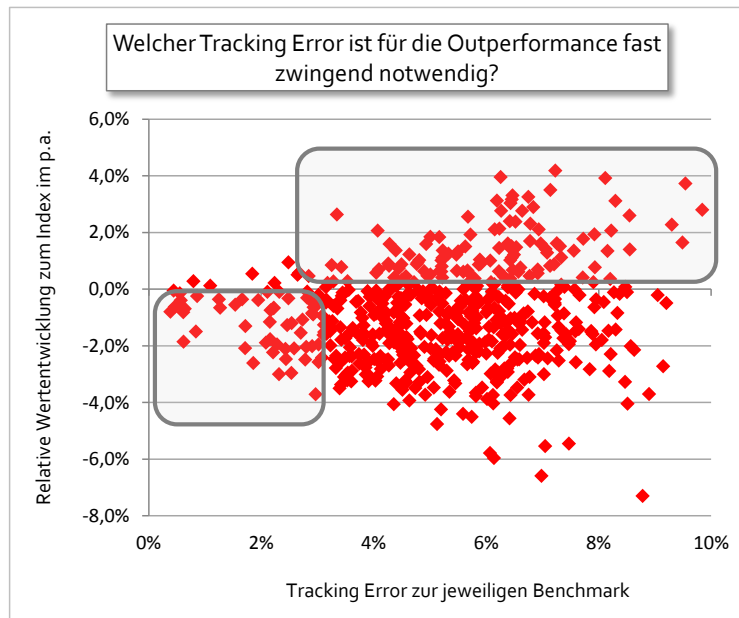
- Für ETFs sprechen die günstigen Gebühren und der hohe Grad an Transparenz und konzeptioneller Klarheit
- Aktive Fonds können über eine gute Managementleistung die Benchmark schlagen und proaktiv mit Sondersituationen umgehen.

Die Auswahlkriterien für börsengehandelte 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 zur Benchmark aufweisen und kostengünstig bepreist 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 kommt eine Fonds-Vorselektion zum Einsatz, 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 in jedem Fall die zwangsläufig bestmögliche Lösung ist. Dies wäre nur dann der Fall, wenn marktkapitalisierungsgewichtete Indizes in jedem Fall die effizienteste Lösung zur Abbildung des Marktes wären. Das ist aber definitiv nicht der Fall, 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 tiefere 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.



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 einen hohen Active Share konzeptionell bedingt in der Lage sind, die Benchmark langfristig schlagen zu können. Dies ist durch den Navigator Prozess sichergestellt.



4 Zusammenfassung

Warburg Navigator setzt institutionelle Investmentprozesse ein, um Privatkunden einen risikokontrollierten Zugang zu hochdiversifizierten Portfolios zu ermöglichen. Die resultierenden Portfolios sind nicht statisch, sondern werden regelmäßig vor dem Hintergrund jeweils aktueller Marktbewegungen und Markteinschätzungen angepasst; dabei werden prognosefreie Mechanismen mit prognosebasierten Elementen verbunden. 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 und Diversifikationsvorteile bestmöglich nutzt.