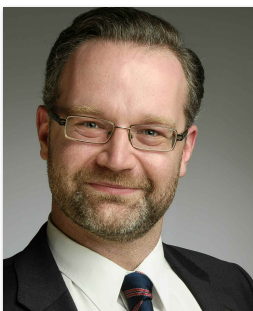


PassivPlus – Konsistente, transparente und realistische Vermögensanlage

Wie treffen Unternehmer strategische Entscheidungen? Wie kann man der fundamentalen Bedeutung einer langfristigen Vermögensanlage gerecht werden, wenn diese durch lange Planungszeiträume, hohe Unsicherheiten und ausgeprägte Komplexität schwierig zu fassen ist? Eine Investitionsentscheidung auf dem Kapitalmarkt sollte einem identischen Muster folgen wie im Falle einer Unternehmensentscheidung mittels eines Businessplans. Der szenariobasierte Prozess des Abwä-

gens von Chancen und Risiken sowie der Transformation dieser beiden Parameter in einen Kontext des individuellen Nutzens ist im Rahmen eines strukturierten Investmentprozesses dabei der erste und wichtigste Schritt. So wie ein Unternehmer einen Businessplan hat, so ist die Strategische Asset Allokation die Entscheidungsgrundlage für eine Investitionsentscheidung auf dem Kapitalmarkt. Nur auf dieser Basis ist eine konsistente, transparente und realistische Vermögensanlage gegeben.



Jakob von Ganske,
Leiter Quantitative Investment
Solutions,
Deutsche Oppenheim
Family Office AG

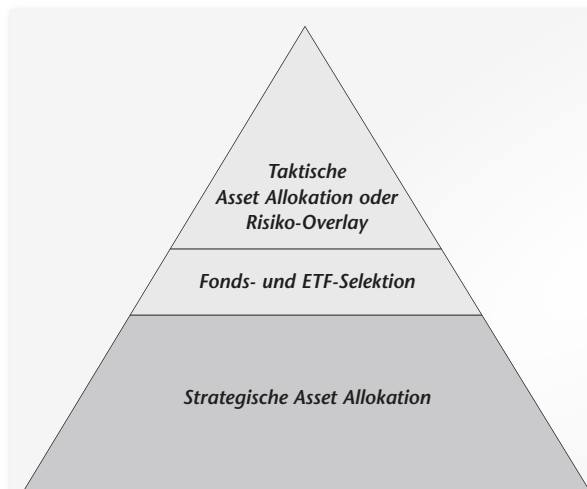


Stefan Freytag,
Vorstand und CIO,
Deutsche Oppenheim
Family Office AG

Die Strategische Asset Allokation (SAA) ist in der Praxis üblicherweise auf einen Zeithorizont von zehn Jahren plus, also langfristig, ausgelegt. Auch ist sie im weiteren Sinne prognosefrei, denn hauseigene Marktmeinungen und die prognosebasierte Auswahl von Regionen, Währungen, Sektoren und letztlich auch Einzeltiteln oder Fonds dürfen in der SAA keine Rolle spielen. Innerhalb eines strukturierten Investmentprozesses eruiert die SAA eine langfristige Allokation und Investmentstrategie, welche auf Basis diversifizierter und ex ante als effizient angenommener marktkapitalisierter Assetklassen (in der Praxis sind dies marktübliche Benchmarks von MSCI, S&P etc.) die vom Anleger vorgegebenen Präferenzen besser erfüllt als alle anderen alternativen Portfolioallokationen. Die resultierende Allokation kann somit als präferenzoptimal ge-

sehen werden. Die SAA liefert des Weiteren eine Messlatte (die sogenannte Benchmark) für die Taktische Asset Allokation (TAA) und die Einzeltitel- beziehungsweise Fondsselektion, die dem aktiven Management zuzuordnen sind und die das Ziel verfolgen, aktiven Mehrwert (das sogenannte Alpha) gegenüber der SAA-Benchmark zu erwirtschaften. Die folgende Abbildung fasst die drei Stufen des Investmentprozesses zusammen. Durch einen derart strukturierten Prozess entsteht der höchstmögliche Grad an Transparenz, denn es ist zu jeder Zeit eindeutig ersichtlich, welche Rendite aus welcher Quelle (passive Marktentwicklung oder aktives Management) stammt.

Viele TAA-Konzepte arbeiten auch mit langfristigen hauseigenen Prognosen und setzen Optimierer ein, um »besse-



Der strukturierte Investmentprozess

- Verantwortlich für < 10 % der ex post Portfolioentwicklung
- Prognosebasiert, auf Basis der SAA-Benchmark beziehungsweise des Vergleichsindex
- Bessere Verwalter übertreffen die SAA-Benchmark, schlechtere nicht
- > 90 % der Portfolioentwicklung wird durch die SAA bestimmt
- Legt langfristige Allokation (»Benchmark«) fest

Quelle: Eigene Darstellung/Deutsche Oppenheim Family Office AG

re« Allokationen zu finden als auf Marktkapitalisierung basierte Indizes. Ertrags-, Korrelations- und Volatilitätsschätzungen werden dabei auf haus eigene Vorhersagen gestützt. Diese »langfristige TAA« ist klar von einer echten SAA zu trennen.

Die Bedeutung der SAA für die letztendliche ex post Entwicklung eines Portfolios wird in Brinson et al (1986, 1991) hervorgehoben. An Hand von US-Pensionsfonds zeigt sich, dass im Durchschnitt circa 90 Prozent der zeitlichen Variationen der Portfoliorenditen der jeweiligen Pensionsfonds von der SAA bestimmt werden. Daraus darf nicht geschlossen werden, dass aktives Management keinen Mehrwert liefern kann, wie Brinson et al (1986, 1991) selbst hervorheben. Je höher der aktive Spielraum des Managers, desto geringer der Beitrag der SAA. Ibbotson & Kaplan (2000) wiederholen die Studie von Brinson et al (1986, 1991) an Hand von US Mutual Funds, bestätigen das Ergebnis zwar im Schnitt, betonen aber, dass sich auch Fonds finden, deren zeitliche Variation nur zu knapp 50 Prozent von der SAA bestimmt wird.

Empirisch betrachtet werden die großen Fehler beim Portfolioaufbau also in der SAA vermieden (oder kreierte), während bei der TAA und Fondsselektion eine Zusatzrendite, aber keine substantielle Änderung des Risikoprofils, angestrebt werden sollte. Dies garantiert Konsistenz. Der Investor wählt unter Zuhilfenahme einer neutralen SAA-Beratung ein präferenzoptimales Portfolio aus, welches dann ohne signifikante Änderung des Rendite-Risiko-Profiles implementiert wird.

Getreu dem Motto »passive ETFs als Basis, aktive Fonds nur, wo es sich lohnt« kann ein aus akademischer Perspektive effizientes Investmentportfolio konstruiert werden, welches größtenteils ETFs einsetzt und nur in selektierten Assetklassen aktive Fonds nutzt – und zwar nur in einem Maße, das notwendig ist, um alle anfallenden Implementierungskosten zu decken. Die Idee ist also, das Investment in die Kapitalmärkte für den Investor »umsonst« zu ermöglichen.

Die reine Abbildung von markt gängigen Indizes mittels passiver ETFs erfreut sich zunehmender Beliebtheit. Und dies zu Recht. Schaut man sich in einschlägigen Datenbanken die am besten bewerteten aktiven Fonds in Kategorien wie Aktien USA oder ausgewogene Mischfonds an, so wird man schnell merken, dass die wenigsten eine ein-

fache passive Vergleichsstrategie, implementiert mittels ETFs, schlagen können. Ein auf Effizienz und Realismus getrimmter Dachfonds muss diesem Umstand Rechnung tragen, indem er ETFs breit einsetzt. Doch gegen eine rein passive Anlage gibt es auch einige gute Argumente. Zum einen fallen auch für ein ETF-Depot Implementierungskosten an. Ein ETF auf den MSCI All Country Welt (also inklusive Schwellenländer) kostet beispielsweise zwischen 0,4 Prozent und 0,6 Prozent p. a., ein ETF auf einen Welt-Anleihenindex aktuell zwischen 0,2 Prozent und 0,25 Prozent p. a. Zusätzlich fallen Depotkosten sowie Handelskosten und Steuern an. Man ist schnell bei einer Summe von 0,4 Prozent bis 0,5 Prozent an Implementierungskosten, die jedes Jahr anfallen. Auch fallen höhere Kosten an, wenn man mit zusätzlichen Risikoprämien wie Momentum, Value oder Small Caps diversifizieren möchte. Und letztens gibt es für einige Assetklassen (zum Beispiel für Absolute Return, aber auch Rohstoffe oder einige Anleihenindizes) gar keine geeigneten ETFs.

Hier kommt die einzigartige Charakteristik von Vermögensverwaltungen mittels Fonds zum Tragen. Diese ermöglichen nämlich eine Anlage in aktive Fonds in solchen Märkten, in denen sich dies unter realistischer Betrachtung der Datenlage lohnt beziehungsweise in denen es notwendig ist, und ein Investment in passive Fonds und ETFs in Märkten, in denen sich aktives Management unter realistischen Annahmen nicht lohnt. Der oben genannte MSCI All Country Welt kann zum Beispiel aufgespalten werden in seine einzelnen Regionen USA, Europa, Japan und Schwellenländer (oder sogar noch granularer). Für die USA lohnt sich kein aktiver Fonds, das ist empirisch sehr schnell nachweisbar. Für Europa oder Schwellenländer sieht die Sache schon anders aus. Hier sind Märkte noch hinreichend ineffizient, sodass aktive Fonds nach Kosten einen Mehrwert gegenüber einem passiven Investment generieren können. Ist man in der Lage, diese (und einige wenige weitere) Märkte durch mehrwertstiftende und gleichzeitig möglichst breit diversifizierte aktive Fonds zu besetzen, kann man das oben genannte Ziel einem kostenfreien Zugang zu einem Weltkapitalmarktportfolio erfüllen. Der erwartete Mehrwert der eingesetzten aktiven Fonds spielt die anfallenden Implementierungskosten in einem solchen Fall wieder ein. Wir nennen das Konzept »PassivPlus«.

Natürlich ist auch dieser Ansatz mit Risiken verbunden, denn es können weiterhin die falschen aktiven Fonds ausgewählt werden. Allerdings wird durch die geringe Quote aktiver Produkte die Underperformance versus der strategischen Benchmark auch bei sehr schlechten Entscheidungen nur gering sein und das Rendite-Risiko-Profil des Gesamtportfolios nicht signifikant verändert werden. Auch in diesem Fall ist das PassivPlus-Konzept, was es verspricht zu sein: konsistent, transparent, realistisch.

Stefan Freytag und Dr. Jakob von Ganske