



Whitepaper

Digitale Vermögensverwaltung bei quirion

Inhalt

1. Zu quirion	3
1.1 Unsere Mission	3
1.2 Historie	3
1.3 Unabhängigkeit ist in unserer DNA verankert.....	3
1.4 Geringe Kosten sind zentral beim Vermögensaufbau.....	4
2. Digitales Anlageerlebnis	5
2.1 Von Anfang bis Ende digital.....	5
2.2 Digitale Strategieberatung	5
2.2.1 Risikostufen.....	5
2.2.2 Kundeninformation.....	6
3. Wie stellen wir die Depots unserer Kundinnen und Kunden zusammen?	7
3.1 Anlageuniversum.....	7
3.2 Prognosefreie Anlagephilosophie	7
3.3 Portfoliokonstruktion	8
3.3.1 Konstruktion des Aktienportfolios.....	9
3.3.2 Konstruktion des Anleiheportfolios.....	13
3.4 Produktauswahl.....	15
3.5 Nachhaltige Portfoliovariante	17
3.6 quirion Altersvorsorge	19
4. Kontinuierliche Portfolioüberwachung und -steuerung	20
4.1 Strategisches Risikomanagement und Rebalancing	20
4.1.1 Planmäßiges Rebalancing	20
4.1.2 Außerplanmäßiges Rebalancing	21
4.1.3 Vorteile des quirion-Ansatzes	21
4.2 Austausch von Produkten.....	22
4.3 Produkt- und Portfolioüberwachung.....	22
4.4 Handel.....	23
5. Quellenverzeichnis	24

1. Zu quirion

Was treibt uns an? Was haben wir in den vergangenen Jahren bereits erreicht? Was macht uns aus und mit welcher Philosophie verwalten wir das Geld unserer Kundinnen und Kunden? Das alles erfahren Sie auf den folgenden Seiten.

1.1 Unsere Mission

Wir bei quirion wollen mit digitalen Technologien die Vermögensverwaltung neu erfinden. Warum? Die Vorteile eines digitalen, regelbasierten Ansatzes sind einfach zu offensichtlich. Hier einige Vergleiche: Vom Rechenschieber zum Taschenrechner, von den Gelben Seiten zur Suchmaschine, vom Stadtplan zu Google Maps, vom Warenhaus zum Online-Shopping: Digitale Technologien erleichtern zunehmend unseren Alltag und bieten höhere Qualität zu geringeren Preisen. Es ist deshalb schon überraschend, dass die Geldanlage – die schon seit jeher zahlengetrieben war und damit ein natürlicher Kandidat für Digitalisierungsansätze ist – hinter diesem allumfassenden Trend hinterherhinkt und erst jetzt einen Digitalisierungsschub erfährt. Vor allem, wenn man sich bewusst macht, wie unzufrieden viele Kundinnen und Kunden mit herkömmlicher Vermögensberatung sind.

quirion möchte seine Kundinnen und Kunden möglichst individuell zu niedrigen Kosten beraten. Hierfür legen wir das uns anvertraute Vermögen nach wissenschaftlichen Prinzipien am Kapitalmarkt an und bieten dabei ein Nutzererlebnis, das den Ansprüchen der digitalen Welt gerecht wird. Was wie die Quadratur des Kreises klingt, ermöglichen digitale Technologien und unsere auf dem Honorarprinzip basierende Unabhängigkeit.

1.2 Historie

quirion ist eine Tochter der Quirin Privatbank AG. Diese wurde 2006 als erste – und bislang einzige – reine Honorarberaterbank Deutschlands gegründet und hat den Anspruch, frei von Interessenkonflikten bestmöglich zu beraten. Aktuell betreuen die Quirin Privatbank und quirion über 100.000 Kundinnen und Kunden mit einem Vermögen von rund 10 Milliarden Euro.

Als Honorarberaterbank ist es nur folgerichtig, den Kunden prognosefreie, kostengünstige Portfoliolösungen anzubieten. Dies beruht auf der Erkenntnis, dass ein Blick in die Glaskugel für eine erfolgreiche Geldanlage nicht notwendig ist. Darauf aufbauend hat die Quirin Privatbank als erste in Deutschland erkannt, dass Vermögensverwaltung digital im Internet angeboten werden kann: 2013 ging quirion an den Markt. 2014 und 2015 wuchs quirion allein über Öffentlichkeitsarbeit und zufriedene Kundinnen und Kunden. 2017 haben wir unser Team deutlich ausgebaut, um für die Aufgaben der nächsten Jahre gerüstet zu sein. Im Juli 2018 erfolgte mit der Gründung der quirion AG die Aufstellung von quirion als rechtlich selbstständige Einheit und Tochter der Quirin Privatbank AG. Weiterer Höhepunkt im Jahr 2018 war der Testsieg beim bundesweiten Robo-Advisor-Vergleich der Stiftung Warentest, bei dem quirion als bester unter 14 Robo-Advisoren ausgezeichnet wurde. 2021 folgte ein weiterer Testsieg. Im Jahr 2024 brachte quirion mit quirion.Ai zudem die erste KI-Vermögensberatung Deutschlands an den Start.

1.3 Unabhängigkeit ist in unserer DNA verankert

Dem Autor Upton Sinclair wird das Zitat „It is difficult to get a man to understand something, when his salary depends upon his not understanding it“ zugeschrieben. Frei übersetzt: „Wes Brot ich ess, des Lied ich sing.“ Für Kundinnen und Kunden der klassischen Anlageberatung wird diese Volksweisheit zum Problem: Da im klassischen Vergütungsmodell Beraterinnen und Berater vom Produktanbieter bezahlt wird (und damit nur indirekt vom Kunden) und die Bezahlung an den Kauf bestimmter Produkte gekoppelt ist, muss davon ausgegangen werden, dass die Interessen und Verdienstmöglichkeiten der Beraterin/des Beraters nicht mit den Kundeninteressen übereinstimmen. In Provisionsbanken werden letztlich hohe Anreize gesetzt, überbeurteilte, aktiv gemanagte Fonds zu vertreiben, während kostengünstige und effiziente börsengehandelte Indexfonds (ETFs) wegen der mangelnden Provisionierung oft außen vorbleiben. Offensichtlich wird der Interessenkonflikt auch am folgenden Beispiel: Während der Produkttausch zwischen zwei gleichwertigen Fonds für Kundinnen und Kunden nachteilig ist (ohne einen Mehrwert zu erhalten, fallen Abschlussgebühren an), ist er für die Bank aufgrund der Abschlussgebühren vorteilhaft. Deshalb schließen sich das in Deutschland vorherrschende Provisionsmodell und eine gute Beratung gegenseitig aus. Um deckungsgleiche Interessen zwischen Berater und Kundin sicherzustellen, sind für uns drei Bedingungen unerlässlich:

1. Keine Annahme von Provisionen. Man kann nicht zwei Herren gleichzeitig dienen. Sobald neben der Kundenbeziehung weitere, häufig intransparente Geldkanäle existieren, kann Geldanlage nicht mehr im Kundeninteresse stattfinden. Häufige Produktwechsel und der Vertrieb unnötig teurer Produkte sind dann die Folge. Um eine solche Fehlberatung zu verhindern, bietet quirion eine Vermögensverwaltung an. Rechtlich bedeutet dies, dass wir Finanzportfolioverwaltung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes anbieten. Damit sind wir gesetzlich verpflichtet, keine Zuwendungen von Dritten anzunehmen oder zu behalten. (vergleiche § 64 Abs.7 WpHG). Wir lassen uns also einzig und allein von unseren Kundinnen und Kunden bezahlen. Sollten wir Vergütungen von Produktanbietern erhalten (sogenannte Kickbacks), schütten wir diese vollständig an unsere Kundinnen und Kunden aus.

2. Fixes Honorar. Unsere Kundinnen und Kunden bezahlen uns über eine fixe und damit transparente Gebühr, die alleinig von der Höhe des zu verwaltenden Vermögens abhängt. Damit verzichten wir bewusst auf eine erfolgsabhängige Vergütung. Auch wenn erfolgsabhängige Vergütungen gut klingen („Beraterin und Kunde sitzen im selben Boot“), so sind sie schlussendlich nicht im Kundeninteresse: Zum einen verschleiert diese Vergütungsstruktur, dass für einen Großteil des Anlageerfolgs die Marktentwicklung. Zum anderen reichen bei typischen „erfolgsabhängigen“ Gebührenmodellen bereits inflationsbedingte, rein nominale Wertzuwächse aus, um eine „Erfolgsvergütung“ auszulösen. Außerdem schaffen erfolgsabhängige Honorare einen Anreiz zur Fehlberatung: Liegt die Wertentwicklung aktuell unter der „High Water Mark“, ab der die Erfolgsvergütung gezahlt wird, besteht für den Vermögensverwalter der Anreiz, durch eine Erhöhung des Anlagerisikos die Wahrscheinlichkeit einer Überschreitung der High Water Mark zu erhöhen und dadurch gewinnträchtiges Terrain zu erreichen. Aus diesen Gründen hat quirion sich gegen erfolgsabhängige Gebühren und für ein transparentes, rein volumenabhängiges Honorar entschieden.

3. Unabhängige Eigentümerstruktur. Für uns ist es zentral, dass sich der Vermögensverwalter nicht im (anteiligen) Besitz eines Produktanbieters befindet. Dieser Punkt gewinnt umso mehr an Brisanz, je zahlreicher Produktanbieter und Großbanken mit eigener Produktpalette auf den Markt für digitale Vermögensverwaltung drängen. Ist eine Trennung nicht gegeben, besteht selbst bei einer fixen Honorarstruktur die Gefahr, dass bevorzugt hauseigene, unpassende Produkte ihren Weg in die Kundenportfolios finden. Der digitale Vermögensverwalter dient dann lediglich als Vertriebskanal für die eigenen Produkte (und kann seine Dienstleistung deshalb womöglich besonders günstig anbieten). Solch ein Interessenkonflikt ist bei quirion nicht vorhanden.

UNSER MEHRWERT

quirion lässt sich ausschließlich von seinen Kundinnen und Kunden bezahlen. Deswegen beraten wir transparent und legen das Geld ausschließlich im Kundeninteresse an. Hierbei wird quirion vom Gesetzgeber streng reglementiert.

1.4 Geringe Kosten sind zentral beim Vermögensaufbau

Renditeversprechen sind oft zweifelhaft. Denn Geld liegt nicht auf der Straße: Jeder Anlagelösung, bei der risikolose Zusatzrenditen versprochen werden, sollte mit äußerster Skepsis begegnet werden. Können aber – bei gleicher Leistung – Kosten gesenkt werden, steigert dies die Rendite garantiert: Jeder Euro, der nicht ausgegeben wird, erhöht das Vermögen um einen Euro. Während im Leben häufig gilt: „You get what you pay for“, gilt bei der Geldanlage: „You get what you don't pay for“.

Vor diesem Hintergrund ist es ein zentraler Bestandteil der quirion-Strategie, die Kosten gering zu halten. Dieser Leitfaden unserer Handelsstrategien gilt deshalb natürlich auch für unsere eigene Gebühr (eine der niedrigsten am deutschen Markt). Wie zentral das Vermeiden auch kleinster Kostenblöcke für eine erfolgreiche Geldanlage ist, zeigt folgende Beispielrechnung: Aus 100.000 Euro werden bei einer jährlichen Rendite von sechs Prozent nach 30 Jahren 574.349 Euro. Zusätzliche Kosten von 0,1 % pro Jahr mögen vernachlässigbar klein klingen. Durch ständige Wiederholung und durch den Zinseszinsseffekt wird aber auch eine solche Größenordnung relevant. Bereits der simpel berechnete Wert von 3.000 Euro an zusätzlichen Kosten über die gesamte Laufzeit hinweg ($100.000 \cdot 0,1 \% \cdot 30$) wirkt schon relevanter, vernachlässigt aber den Zinseszinsseffekt. Die wahren Kosten belaufen sich nach 30 Jahren nämlich auf 16.035 Euro¹ und betragen somit satte 16 Prozent der ursprünglichen Anlagesumme. Berücksichtigt man zudem die Tatsache, dass teure prognosebasierte Anlagestrategien in der Regel keine Mehrrendite liefern², so ergibt sich eine Anlagestrategie, die den Fokus auf Kostenreduktion legt, geradezu zwingend.

¹ $= 100.000 \cdot (1,0630 - 1,05930)$

² Vergleiche auch Abschnitt 3.3 in diesem Dokument

2. Digitales Anlageerlebnis

2.1 Von Anfang bis Ende digital

quirion bietet seinen Kundinnen und Kunden einen vollkommen digitalen Service. Die Anmeldung bei quirion erfolgt digital mit Hilfe von Video-Legitimation oder per Personalausweis mit freigeschalteter Online-Ausweisfunktion (eID). Die Strategieberatung übernimmt eine Online-Beratungsstrecke, mit deren Hilfe die Interessentin/der Interessent die individuell passende Anlagestrategie ermitteln kann. Die Kommunikation erfolgt ebenfalls digital über den Login-Bereich. Dieser Ansatz hilft uns, die Kosten niedrig zu halten und unseren Kundinnen und Kunden eine zeitgemäße Vermögensverwaltung zu bieten.

UNSER MEHRWERT

Unser Ansatz trifft das Lebensgefühl und Bedürfnis vieler Menschen im digitalen Zeitalter. Stets über Informationen zu verfügen, seine Angelegenheiten papierlos verwalten zu können, unabhängig von Öffnungszeiten zu sein plus die Erwartungshaltung an eine konstant hohe Qualität – in vielen Lebensbereichen ist das mittlerweile selbstverständlich geworden, warum nicht auch bei der Geldanlage?

Kein digitaler Prozess kann alle Eventualitäten des Lebens abdecken. Aus diesem Grund haben wir unsere digitalen Prozesse durch den Faktor Mensch ergänzt. Kundinnen und Kunden erhalten bei unserer Service-Hotline persönliche Unterstützung bei allen Fragen zu unseren Vermögensverwaltungsprodukten. Auf Wunsch wird auch der Kontakt zu einer Niederlassung der Quirin Privatbank hergestellt. Der Faktor Mensch spielt auch im Anlagemanagement die entscheidende Rolle. Die Portfolios werden durch ein langjährig erfahrenes Experten-Team zusammengestellt und nicht maschinell oder durch einen kryptischen Algorithmus.

2.2 Digitale Strategieberatung

2.2.1 Risikostufen

Ziel einer Strategieberatung ist immer das Finden einer individuell passgenauen Wertpapierallokation, zu deren dauerhafter Einhaltung sich der Vermögensverwalter in gewissen Grenzen³ vertraglich verpflichtet (sogenannte Strategic Asset Allocation, beziehungsweise Ziel-, Muster- oder Sollallokation). Bei quirion stellen wir diese Musterallokationen kundenindividuell und abhängig von den persönlichen Anlagezielen zusammen.

quirion bietet Portfolios mit Aktienquoten zwischen 0 Prozent und 100 Prozent an. Die reine Anleihe-Strategie wird allerdings nur auf ausdrücklichen Kundenwunsch im Eröffnungsprozess angeboten, weil wir zumindest einen kleinen Aktienanteil zur Erzielung einer nachhaltig positiven Realrendite für sinnvoll halten.

Im Rahmen der Festlegung der Anlagestrategie werden für alle Strategien Rendite- und Risikoparameter angezeigt, um valide Anhaltspunkte zur Abschätzung der Rendite- und temporären Verlustpotenziale zu bieten. Die nachfolgende Tabelle zeigt die entsprechenden Kennzahlen. Sie basieren auf repräsentativen langfristigen Indexhistorien. Es zeigt sich, dass mit den Abstufungen die beiden wichtigen Stellgrößen Rendite und Risiko sehr fein gesteuert werden können.

³ Diese Zielallokation kann nie ganz exakt eingehalten werden, da die täglichen Marktschwankungen automatisch zu Abweichungen zwischen Soll- und Ist-Portfolio führen. Vergleiche hierzu auch Abschnitt 4.1.

Repräsentative Rendite und Risikokennzahlen (nach Vermögensverwaltungskosten)

Zeitraum: 31.12.1990 bis 31.12.2023

Aktienquote	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %
Anleihequote	100 %	90 %	80 %	70 %	60 %	50 %	40 %	30 %	20 %	10 %	0 %
Max. Verlust im Betrachtungszeitraum	-15,7 %	-15,9 %	-19,4 %	-24,5 %	-30,0 %	-34,9 %	-39,5 %	-43,8 %	-47,8 %	-51,6 %	-55,0 %
Erholungszeitraum (Monate)	36	35	34	40	44	44	53	61	62	64	65
Rendite p.a.	3,0 %	3,4 %	3,9 %	4,3 %	4,8 %	5,2 %	5,7 %	6,1 %	6,6 %	7,0 %	7,5 %

Index-Basis:

Aktien: MSCI ACWI

Anleihen:

bis 06/98: 66 % EONIA/ESTR, 17 % Bloomberg US Corp HY Index, 17 % JP Morgan Global Aggregate Bond Index

ab 07/98: 66 % EONIA/ESTR, 17 % Bloomberg US Corp HY Index, 17 % Bloomberg € Aggregate Bond Index

ab 02/99: 33 % iBoxx Eurozone Gov. 1-3 Index, 33 % iBoxx € Corporates 1-3 Index, 17 % Bloomberg US Corp HY Index, 17 % Bloomberg € Aggregate Bond Index

ab 02/06: 33 % iBoxx Eurozone Gov. 1-3 Index, 33 % iBoxx € Corporates 1-3 Index, 17 % iBoxx € Liquid High Yield Index, 17 % Bloomberg € Aggregate Bond Index

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung quirion

Weitere Details zu der Konstruktionsweise unserer Musterportfolios finden sich in Abschnitt 3.3.

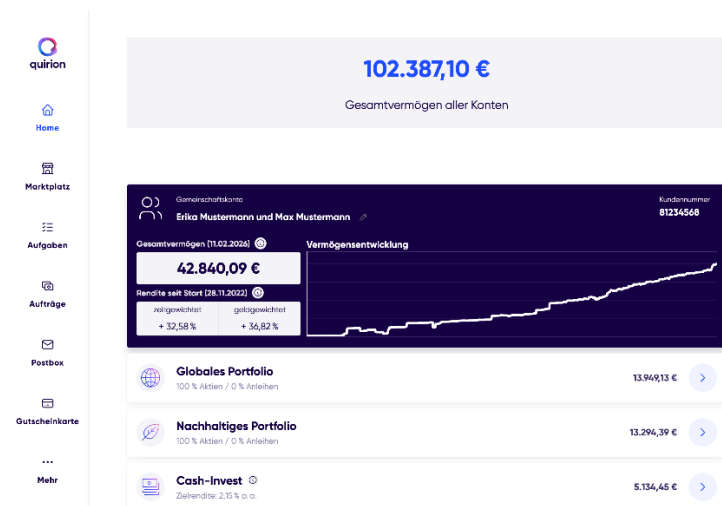
2.2.2 Kundeninformation

quirion informiert seine Kundinnen und Kunden vollumfänglich über den aktuellen Stand ihrer Anlagestrategie – so, wie es auch vermögende Kunden einer konventionellen Vermögensverwaltung gewohnt sind.

Dies bedeutet insbesondere, dass wir Quartals- und Jahresberichte bereitstellen, in denen alle Informationen zur allgemeinen Marktentwicklung, zu Zahlungsflüssen, zur Allokation des Vermögens und zur vergangenen Wertentwicklung (auch im Vergleich zur Benchmark) aufbereitet sind. Jede unserer Aktivitäten bei der Verwaltung des Kundenvermögens ist damit für unsere Kundinnen und Kunden vollkommen transparent und nachvollziehbar.

Gegenüber einer traditionellen Vermögensverwaltung besteht bei quirion zusätzlich der Vorteil, sich im Login-Bereich 24 Stunden am Tag und sieben Tage die Woche über sein Vermögen informieren und Aufstockungen/Auszahlungen in Auftrag geben zu können. Grafik 1 zeigt exemplarisch die Übersichtsseite des Login-Bereichs.

Der quirion-Login-Bereich



Quelle: eigene Darstellung quirion

Darüber hinaus beantwortet unsere Kundenbetreuung Fragen gerne per Telefon, E-Mail oder Chat.

3. Wie wir die Depots unserer Kundinnen und Kunden zusammenstellen

3.1 Anlageuniversum

quirion möchte, dass seine Kundinnen und Kunden jederzeit über ihr Vermögen verfügen können. Deswegen sind illiquide Anlageklassen wie beispielsweise Hedge-Fonds und geschlossene Investmentfonds nicht Teil unseres Anlageuniversums. In Rohstoffe investieren wir ebenfalls nicht, weil es – im Gegensatz zu Aktien und Anleihen – keinen ökonomischen Grund gibt, warum ein reines Rohstoff-Investment systematisch eine positive Rendite (bzw. eine Mehrrendite/Risikoprämie) gegenüber einem Geldmarktinvestment) aufweisen sollte. Rohstoffe nehmen erst dann am Wirtschaftskreislauf teil und werden damit „produktiv“, wenn sie verarbeitet werden, womit wir aber in der Welt der Unternehmen und damit im Aktien- und Unternehmensanleihebereich wären.

In Immobilien investiert quirion im Rahmen des breiten Aktieninvestments, entweder über Aktiengesellschaften, die in der Immobilienbranche tätig sind, oder über sog. Reits. Unsere Anlagestrategien fokussieren sich letztlich auf die liquiden Assetklassen Aktien und Anleihen. Mit einer international breit gestreuten Aktienanlage beteiligt man sich am unternehmerischen Risiko von Firmen rund um den Globus und erhält dafür eine „Entlohnung“ in Form einer im Vergleich zu anderen Anlageformen meist deutlich erhöhten Rendite bzw. Wertentwicklung (ökonomisch entsprechend logische Risikoprämie). Anleihen dienen vorwiegend als Risikopuffer für den (in der Regel) stärker schwankenden Aktienpart. Neben ihrer Funktion als Risikoregulator setzen wir Anleihen (in Portfolios mit niedrigeren Aktienquoten) auch als zusätzlichen Renditelieferanten ein. Beide Anlageklassen bilden wir zwecks Maximierung der Diversifikation möglichst vollständig ab. Kundinnen und Kunden bei quirion sind so z. B. an rund 95 % der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung (das „Marktportfolio“) beteiligt.

UNSER MEHRWERT

quirion-Kunden profitieren auf Basis wissenschaftlicher Erkenntnisse von der Wertentwicklung der internationalen Aktien- und Anleihemärkte und nehmen dabei letztlich nur die wirklich notwendigen Risiken in Kauf.

In diesem riesigen Universum investieren wir nicht unmittelbar in einzelne Wertpapiere, sondern mittelbar über kostengünstige Indexfonds.

Aus Gründen, die im Folgenden detaillierter beschrieben werden, ziehen wir passive Indexfonds prognosebasierten aktiven Fonds vor. Damit verengt sich das für uns relevante Anlageuniversum im gesamten Fondsangebot auf (vorzugsweise marktkapitalisierungsgewichtete) Exchange Traded Funds (ETFs) sowie nicht-börsengehandelte Indexfonds und indexnahe Fonds.

In Summe haben wir damit die Wahl zwischen mehr als 2.000 Indexfonds. Die folgenden Abschnitte beschreiben, wie wir aus diesem immer noch riesigen Produktuniversum Portfolios konstruieren.

3.2 Prognosefreie Anlagephilosophie

Um unseren Ansatz verständlich zu machen, soll an dieser Stelle zunächst kurz auf einige grundlegende Kapitalmarktzusammenhänge eingegangen werden.⁴ Es ist wichtig zu betonen, dass diese Zusammenhänge nicht auf zweifelhaften Annahmen beruhen, sondern logisch aus der folgenden simplen Mathematik folgen: Gewichtet man in einem Portfolio die am Gesamtmarkt vorhandenen Wertpapiere mit ihren Marktgewichten (Marktkapitalisierung), erzielt das Portfolio die Markttrendite⁵. Der Grund: Die Markttrendite ist der gewichtete Durchschnitt der Renditen der am Markt verfügbaren Wertpapiere. Gleiches gilt für das beschriebene (Markt-)Portfolio – es ist schlicht ein Abbild des Gesamtmarktes. Klassische, prognosefreie (sogenannte passive) Indexfonds, die nach Marktkapitalisierung gewichten, werden nach diesem Prinzip gebildet und erwirtschaften damit automatisch die Markttrendite – abzüglich einer sehr geringen Kostenquote.

⁴ Vergleiche Sharpe (1991)

⁵ Wie dieses sogenannte Marktportfolio aus Sicht der Kapitalmarktforschung genau zu definieren ist und wie es ins Portfolio des Anlegers gelangen kann – die entscheidende Frage des Anlagemanagements! –, wird Gegenstand des folgenden Abschnitts sein.

Zieht man von allen am Markt verfügbaren Wertpapieranteilen diese prognosefrei gehaltenen Bestände ab, verbleiben die Anteile, die von den restlichen, nicht prognosefrei und damit aktiv⁶ agierenden Investoren gehalten werden. Es folgt mathematisch zwingend, dass diese Bestände im gewichteten Mittel ebenfalls die Marktrendite erwirtschaften, denn die Allokation dieser Teilportfolios ist in Summe mit der des Gesamtmarktes (und der der prognosefreien Portfolios) identisch. Ist dem nicht so, wurden in der Berechnung Wertpapiere „vergessen“.⁷

Der oben beschriebene Zusammenhang lässt sich auch anders formulieren: Was ein Handelspartner durch eine Transaktion gewinnt, verliert die Gegenpartei (das heißt, im Nachhinein stellt sich heraus, dass entweder der Käufer oder die Verkäuferin besser nicht gehandelt hätte). Handeln ist aber mit Kosten verbunden. Prognosebasiertes Investieren ist damit im Schnitt ein Nullsummenspiel vor Kosten und in seiner Gesamtheit zwingend ein Verlustgeschäft nach Kosten. Die Jagd nach Outperformance ist mit einem Roulette-Spiel zu vergleichen, bei dem entweder Rot oder Schwarz gewinnt und von dieser 50/50-Gewinnchance noch die Gewinnmarge des Casinos abgezogen werden muss.

Diese simplen arithmetischen Grundsätze sind der Grund für die empirisch belegte Erkenntnis, dass kaum ein Fondsmanagement dauerhaft seine Benchmark schlagen kann. Kurzfristige Überrendite ist in aller Regel eher durch Zufall als durch Managerfähigkeiten zu erklären. Genau deswegen kann eine langfristige, statistisch signifikante Outperformance so gut wie gar nicht beobachtet werden. Aus der Vielzahl an empirischen Studien zu dieser Thematik sei beispielhaft die folgende Zahl zitiert: Laut einer Auswertung des Indexanbieters Standard & Poor's aus dem Jahr 2025 haben 97 Prozent der US-Standardwerte-Fonds über die vergangenen 10 Jahre schlechter abgeschnitten als der Vergleichsindex S&P 500.⁸

Wichtig hierbei ist auch: Der vorhin erklärte Zusammenhang gilt für alle Formen aktiven Managements. Denn er gilt für beliebig definierte Anlageuniversen. Häufig wird bei dem Begriff „aktives Management“ lediglich an das „Stock Picking“ gedacht, also den Versuch, attraktive Aktien zu selektieren (relevantes Anlageuniversum: Aktien). Aber auch das sogenannte „Market Timing“ ist diesen Gesetzen unterworfen: Für jeden Euro, der rechtzeitig vor einem Crash aus dem Markt abgezogen wird, muss ein anderer Euro in den Markt investiert werden (relevantes Anlageuniversum: Liquidität und „der Markt“). Und: Alle wie auch immer gearteten Ansätze eines herkömmlichen Risikomanagements sind ebenfalls aktive Strategien, denn sie erfordern taktische Abweichungen von einer langfristigen durchgehaltenen Markt-Strategie (die sich am globalen Marktportfolio orientiert).

3.3 Portfoliokonstruktion

Es gibt kaum einen Bereich der Wirtschaftswissenschaft, der tiefer in der empirischen und theoretischen Forschung verankert ist als das Anlagemanagement.⁹ Doch von der oben schon in groben Zügen skizzierten Theorie zur praktischen Anwendung des Marktportfolios und seiner Effizienz ist es ein weiter Weg. Lassen Sie uns die zuvor angeschnittenen grundsätzlichen Überlegungen vertiefen und damit auch unsere Herangehensweise noch ökonomisch und kapitalmarkttheoretisch weiter fundieren.

Auf der Ebene der reinen Portfoliotheorie ist der Sachverhalt zunächst einmal relativ klar: Nehmen wir an, es sind insgesamt N Wertpapiere – z. B. Aktien – vorhanden, die an einem Markt liquide gehandelt werden, also mit der jederzeitigen Möglichkeit, sie zu kaufen und zu verkaufen. Weiter nehmen wir an, dass wir nun ein Portfolio aus allen diesen N Aktien zusammenstellen, und zwar so, dass der wertmäßige Anteil jeder Aktie im Portfolio genau dem wertmäßigen Anteil der Aktie am gesamten Markt (d. h. ihrer sogenannten Marktkapitalisierung) entspricht. Ein solches, oben schon kurz skizziertes „Marktportfolio“ besitzt die so genannte Effizienzeigenschaft.

Dies bedeutet zum einen, dass es kein anderes Portfolio gibt, das diesem hinsichtlich seines Verhältnisses aus zu erwartender Rendite und zu erwartendem Risiko überlegen ist. Für eine in die Zukunft gerichtete Anlageentscheidung (und keine andere gibt es!), die grundsätzlich ohne sichere Kenntnisse über zukünftige Ereignisse und entsprechende Kursverläufe (also in Unsicherheit) getroffen werden muss, lässt sich also keine Anlagestrategie finden, die im Erwartungswert bessere Anlageergebnisse verspricht als das Marktportfolio.

Zudem besteht eine weitere Konsequenz der Effizienzeigenschaft darin, dass die in der Praxis weit verbreiteten prognosegetriebenen („aktiven“) Ansätze des Anlagemanagements nicht nachhaltig erfolgreich sein können. Etwaige im Vergleich zum effizienten Marktportfolio gemessene temporär höhere Wertentwicklungen solcher auf der Basis kurz- und mittelfristiger Prognosen gemanagter Anlagen lassen sich nicht in statistisch signifikanter Weise von Zufallsereignissen unterscheiden. Sie basieren also auf vorübergehenden Glücksstrahlen und nicht auf systematischem Prognoseerfolg.

⁶ Die Begriffe „passiv“ und „aktiv“ rühren daher, dass das Marktportfolio im Zeitablauf nur sehr geringen Änderungen unterworfen ist. Deshalb muss ein „passiver“ Indexfonds – sobald er einmal investiert ist – kaum umschichten. In „aktiven“ Fonds hingegen müssen die Bestände laufend angepasst werden, um die Prognosen ihrer Fondsmanager widerzuspiegeln. Mit Indexfonds wird also „investiert“, mit aktiven Fonds „investiert und spekuliert“.

⁷ Um es in den Worten des Nobelpreisträgers Eugene Fama zu wiederholen: „Es kann keine Diskussionen darüber geben, ob aktives Management besser ist als passives – dies ist schlicht nicht möglich. Dies ist eine mathematische Tatsache, keine Hypothese.“ (Fama, 2017)

⁸ Vergleiche SPIVA-Report Europe Mid Year 2025 für in Europa angesiedelte Aktienfonds

⁹ Allenfalls die Bewertungspraxis für derivative Finanzinstrumente, wie Optionen und Futures, wurzelt ähnlich tief in der entsprechenden Derivatetheorie.

Diese Sachverhalte sind in vier Jahrzehnten der Kapitalmarktforschung immer wieder durch umfangreiche empirische Studien belegt worden und können zudem mit ökonomischer Logik nachvollziehbar begründet werden.¹⁰ Vor dem Hintergrund dieser finanzmarkttheoretischen Erkenntnisse ist die Aufgabe des Anlagemanagements daher eindeutig: Strukturiere ein Depot grundsätzlich so, dass es dem Marktportfolio entspricht. Soweit also die Theorie.

3.3.1 Konstruktion des Aktienportfolios

Will man die oben beschriebenen Grundsätze konkret umsetzen, so stößt man sofort auf ein Problem: Bezogen auf den Aktienmarkt beinhaltet das Marktportfolio im oben erwähnten Sinne sämtliche international gehandelten Aktien entsprechend ihrer Marktkapitalisierungsgewichtung. Bedenkt man nun, dass es aktuell rund 50.000 an den weltweiten Börsen gelisteten Aktien gibt, wird klar, dass eine direkte Umsetzung durch den Kauf aller Aktien ausscheidet.

Die relevante und – wie sich zeigen wird – alles andere als triviale Frage des Anlagemanagements lautet daher: „Wie lässt sich das globale Marktportfolio am besten repräsentieren?“ Die traditionelle, gewissermaßen historisch gewachsene Antwort vieler Marktteilnehmer auf diese Frage lautet: „Durch einen international breit gestreuten Aktienindex.“ Wie sich im Folgenden zeigen wird, greift diese Herangehensweise jedoch zu kurz.

Vielfalt an Aktien-„Faktoren“

Jede einzelne der weltweit verfügbaren Aktien lässt sich durch eine Reihe typischer Merkmale charakterisieren, die sowohl die Wertentwicklungsperspektiven als auch die Risiken der jeweiligen Aktie entscheidend beeinflussen. Ein auf der Hand liegendes Merkmal ist beispielsweise das Land, in dem das hinter der Aktie stehende Unternehmen beheimatet ist. Weitere Beispiele sind die Höhe der Marktkapitalisierung, unterschiedliche Bewertungsniveaus oder die Höhe der historischen Schwankungsintensität einer Aktie (Volatilität). Mit Hilfe dieser und weiterer Merkmale ist es möglich, die zunächst fast unüberschaubare Vielfalt aller Aktien sinnvoll zu kategorisieren. Insbesondere folgende Aktienmerkmale (die im Fachjargon auch „Faktoren“ genannt werden) haben sich hierbei als trennscharf herausgestellt:

- ✓ Dynamik des Unternehmenswachstums
- ✓ Höhe der Marktkapitalisierung („Size“)
- ✓ Dynamik der zurückliegenden Kursentwicklung („Momentum“)
- ✓ Ausmaß der Volatilität
- ✓ Qualität der Finanzkennzahlen
- ✓ Bewertungsniveaus (im Hinblick auf die Unternehmenssubstanz; „Value-Gehalt“ einer Aktie)
- ✓ Höhe der ausgeschütteten Dividenden

Anhand dieser Liste sollte deutlich werden, dass sich die genannten Merkmale (Faktoren) nicht gegenseitig ausschließen, sondern sich mehr oder weniger stark überlappen. So kann eine Aktie sehr gute Finanzkennzahlen aufweisen und trotzdem eine enttäuschende Wertentwicklung hinter sich haben. Oder: Ein Wert aus der Automobilbranche kann sowohl das Merkmal einer hohen, aber auch einer geringen Dividendenausschüttung aufweisen. Diese Art der Belegung einer Aktie mit unterschiedlichen Merkmalen wird durch den Fachbegriff „Faktor-Exposure“ ausgedrückt, also frei übersetzt einem „Ausmaß des Ausgesetztseins“ hinsichtlich der genannten Aktienmerkmale. Die Idee dahinter ist, dass man sich jede einzelne Aktie gewissermaßen als Träger von bestimmten Ausprägungen all dieser Merkmale bzw. Faktoren vorstellen kann. Dabei verändert sich die Intensität dieser Ausprägungen im Zeitverlauf kontinuierlich. Letztlich bestimmen sie zu jedem Zeitpunkt, wie stark eine einzelne Aktie den Chancen und Risiken all dieser Faktoren „ausgesetzt“ ist.¹¹

Aufgrund dieser Zusammenhänge erweist sich ein einzelner Aktienindex nur als äußerst schwacher Repräsentant des globalen Gesamtmarktes. In einem einzelnen Index mit seinen konstruktionsbedingten Einschränkungen (z.B. nur Standardwerte, nur Industrieländer, keine Berücksichtigung von Bewertungskennziffern usw.) können das dynamische Zusammenspiel sowie die Wechselwirkungen dieser Faktoren untereinander nicht bzw. nur deutlich unzureichend erfasst werden. Daher nähert sich ein Portfolio, das nur aus einem oder zu wenigen Indizes besteht, dem gewünschten „echten“ Marktportfolio nur sehr ungenau an.

Ein weiterer Umstand kommt hinzu, der die Tücke einer Konzentration auf nur einen oder zu wenige Indizes verdeutlicht. Vor allem im Verlauf eines markanten Aktienaufschwungs konzentriert sich die Wertentwicklung in relativ wenigen Werten¹² oder Aktienmarktsegmenten, die dadurch weit überdurchschnittlich zulegen. Diese Bereiche erhalten dann im Kontext aller Aktien ein entsprechendes wertmäßiges Übergewicht, was zu einer Erhöhung ihrer Marktkapitalisierungsgewichtung führt. Bei einer tatsächlichen Berücksichtigung aller weltweit handelbaren Aktien (s. o.) ist dies durchaus angemessen, da es ja letztlich Ausdruck einer Neubewertung der entsprechenden Aktien bzw. Segmente durch die Marktteilnehmer ist. Im Rahmen einzelner Indizes jedoch wächst sich der Vorgang aufgrund der begrenzten Anzahl an Aktien, die in einem Index enthalten sind, zwangsläufig zu einer echten Verzerrung der tatsächlichen Proportionen aus, zu einem sogenannten „Bias“.

¹⁰ Vergleiche hierzu beispielsweise: Davis, J. L. 2006, The Informational Efficiency of Stock Prices: A Review, Dimensional Fund Advisors

¹¹ Eine schöne Analogie bietet die Ernährungswissenschaft: So wie man sich jede Speise (z. B. ein Schnitzel) als einen Träger der in ihr enthalten Nährstoffe entsprechend den spezifischen Anteilen, welche letztlich die Speise ausmachen, vorstellen kann, kann man eine Aktie als einen Träger der genannten Faktoren mit ihren jeweiligen „Exposures“ interpretieren.

¹² Bessembinder, H., 2018, Do Stocks Outperform Treasury Bills, Forthcoming Journal of Financial Economics

Damit repräsentiert der Index aber nicht mehr den Markt in seiner ganzen Breite und beinhaltet unerwünschte Konzentrationsrisiken.

Dieser Effekt ließ sich in den letzten Jahren besonders eindrucksvoll im Zuge des gewaltigen Aufschwungs von Aktien der Technologiebranche beobachten. Er führt dazu, dass tatsächlich relativ wenige Werte – eben solche, die besonders gut gelaufen sind – einige bekannte Indizes sehr stark dominieren. So haben beispielsweise – Stand Januar 2026 – allein die fünf Aktien Nvidia, Microsoft, Apple, Amazon und Alphabet im MSCI-Weltindex, der immerhin insgesamt 1.320 Aktien beinhaltet, bereits ein Gewicht von rund 21 %. Im ebenfalls durchaus breiten amerikanischen Index S&P 500 sind es sogar rund 30 % und im US-Technologieindex NASDAQ 100 ca. 36 %.

Es lässt sich daher nochmals festhalten: Aus den genannten Gründen repräsentiert ein einzelner Index das Marktportfolio nur äußerst ungenau – und sei er grundsätzlich auch noch so breit angelegt, wie beispielsweise der bekannte MSCI-Weltindex. Die Faktor-Exposures des Marktportfolios stellen sich in solchen Einzelindizes allenfalls zufällig und vorübergehend ein. Darüber hinaus bilden sich vor allem im Verlauf von Marktaufschwungsphasen ungewollte Schwerpunkte heraus, was zu übermäßigen Klumpenrisiken führt. Beides hat zur Folge, dass ein einzelner Index die eingangs genannter positiver Eigenschaften des theoretischen Marktportfolios nicht aufweisen kann – vor allem nicht das optimale erwartbare Risiko-Rendite-Verhältnis, weswegen wir dieses Marktportfolio ja überhaupt anstreben.

Von der Theorie zur Praxis

Da also ein einzelner Index als Lösung ausscheidet und der Kauf aller Aktien utopisch ist, stellt sich erneut die Frage, wie sich das globale Marktportfolio am genauesten repräsentieren lässt. Wie anhand der oben gezeigten Auflistung der unterschiedlichen Faktoren bereits deutlich werden sollte, sind die Gesamtheit aller Aktien und ihre Faktorausprägungen zunächst nicht unmittelbar verfügbar. Insbesondere in einem einzelnen Index sind konstruktionsbedingt nicht alle Aktien enthalten.

Für die bestmögliche praktische Annäherung an das theoretische Marktportfolio bedienen wir uns daher insgesamt 16 verfügbarer und repräsentativer Aktienfaktor-Indizes der MSCI-Familie. Aufgrund der erwähnten Faktor-Überlappungen weist eine Zusammenfassung aller 16 Indizes enorme Redundanzen auf, deren Identifikation und entsprechende Bereinigung aufgrund der Datenfülle alles andere als einfach ist. Trotzdem ist genau dies für eine hochwertige Indexauswahl erforderlich, wenn man dem Marktportfolio so nah wie möglich kommen möchte.

Die Wissenschaft hat für solche und ähnlich gelagerte Probleme allerdings eine Methode entwickelt, die genau das leistet – die sogenannte Hauptkomponentenanalyse.¹³ Hierbei handelt es sich um eine allgemeine statistische Methode, mit deren Hilfe sich aus einer Flut von Daten, welche hohe Redundanzen aufweisen, die letztlich relevanten Informationsbestandteile herausfiltern lassen.

Um uns einer optimalen Repräsentanz des Marktportfolios so weit wie nur möglich anzunähern, wenden wir diese Methode auf die historischen Wertentwicklungen der genannten 16 Indizes an. Die Tatsache, dass diese Indizes hohe Korrelationen untereinander aufweisen, ist dabei übrigens nichts anderes als der sichtbare Ausdruck der schon erwähnten hohen Redundanzen im Datensatz.¹⁴

Die Herausforderung besteht also darin, eine Kollektion von möglichst wenigen Indizes zu finden, welche

- eine marktbreite Abdeckung so weit wie möglich gewährleistet und
- insbesondere die Wechselwirkungen der Faktoren mitberücksichtigt.

Konkret stellen wir uns dieser Herausforderung im Rahmen einer Analyse in sechs Schritten:

1. Repräsentation des Gesamtmarktes („Marktportfolio“) durch insgesamt 16 Faktorindizes der MSCI-Familie.
2. Ermittlung von fünf sogenannten Hauptkomponenten, welche den Großteil der in allen 16 Faktorindizes steckenden Informationen beinhalten, d. h. deren Bewegungen im statistischen Sinne „erklären“.
3. Korrelationsanalyse zur Festlegung der relevanten Faktorindizes.
4. Rendite-Risiko-Analyse zur Bestimmung der optimalen Faktorindexgewichte.
5. Ermittlung der Faktor-Exposures für die in (4) festgelegte Faktorindexkombination sowie für alle in Frage kommenden Anlageinstrumente.¹⁵
6. Gewichtung der Anlageinstrumente, so dass sich im Portfolio insgesamt das unter (5) ermittelte optimale Faktor-Exposure ergibt.

¹³ Eine gute Darstellung dieser Methode findet sich in: Shlens, J., 2014, A Tutorial on Principal Component Analysis, Google Research, Mountain View.

¹⁴ Ein Beispiel zur Verdeutlichung: Man stelle sich zwei Indizes A und B vor und der Index B bewege sich immer in die gleiche Richtung wie Index A, aber genau um das 1,5-Fache. Steigt also A um 10 %, steigt B um 15 %. Fällt A um 8 %, fällt B um 12 % usw. Bewegt sich nun A im Rahmen eines stochastischen Prozesses, dann gilt dies auch für B. Eine Korrelationsanalyse zwischen beiden Indizes würde einen Korrelationskoeffizienten von +1 ergeben. Dies bedeutet inhaltlich, dass die Bewegungen des Index B keine Informationen beinhalten, die nicht auch in den Bewegungen des Indexes A enthalten sind: Damit ist B informations- theoretisch redundant.

¹⁵ Zur Produktauswahl vergleiche Abschnitt 3.4

Nachfolgend erläutern wir diese Schritte im Detail:

1. Zunächst wird in einem ersten Schritt das globale Marktportfolio gleichgesetzt mit insgesamt 16 Faktorindizes der MSCI-Familie, welche die unterschiedlichsten Aktienmarktmerkmale abbilden und damit den globalen Gesamtmarkt (das Marktportfolio) so weitgehend wie praktisch möglich repräsentieren, dabei aber wie schon erwähnt hohe Redundanzen aufweisen.
2. Anschließend werden basierend auf einer gut 20-jährigen Wertentwicklungszeitreihe (31.12.1999 bis 31.05.2020; Aktualisierung erfolgt 2026) und einer sogenannten 16x16-Korrelationsmatrix insgesamt fünf Hauptkomponenten bestimmt, welche 98,70 % der in sämtlichen Faktorindizes enthaltenen Informationen beinhalten, d. h. deren Bewegungen im statistischen Sinne „erklären“. Anders ausgedrückt: 98,70 % aller Informationen, welche in den Marktbewegungen der insgesamt 16 Faktorindizes stecken (einschließlich der entsprechenden Korrelationen), sind allein in den fünf ermittelten Hauptkomponenten enthalten. Damit repräsentieren sie den globalen Aktienmarkt sehr weitgehend. Leider entsprechen diese fünf Hauptkomponenten nicht direkt genau fünf Faktorindizes, sondern sie sind jeweils fünf unterschiedliche abstrakte Linearkombinationen aller 16 Faktorindizes.¹⁶
3. Durch Analyse der Korrelationen zwischen den 16 Faktorindizes und den fünf ermittelten Hauptkomponenten werden diejenigen Faktorindizes bestimmt, welche den ausgewählten Hauptkomponenten – und damit dem Marktportfolio! – so nahe wie möglich kommen.

Konkret erhalten wir durch diese Analyse die fünf folgenden Faktoren, die jeweils durch einen entsprechenden Faktorindex repräsentiert werden:

- Standardwerte (repräsentiert durch den MSCI All Country World Index, ACWI)
 - Nebenwerte (Value-gewichtet) (MSCI ACWI Small Cap Value Weighted)
 - Substanzwerte (Value) (MSCI ACWI Enhanced Value)
 - Momentumwerte (MSCI ACWI Momentum)
 - Niedrig-Volatilitäts-Werte (MSCI ACWI Minimum Volatility)
4. Welche Faktoren bzw. Faktorindizes bei der Konstruktion des Portfolios zu berücksichtigen sind, ist durch Schritt (3) geklärt. Unklar ist allerdings noch, mit welchem Gewicht die jeweiligen Faktoren in das Portfolio einfließen sollen. In einem nächsten Schritt werden daher im Rahmen einer Rendite-Risiko-Analyse diejenigen Faktorindexgewichte ermittelt, die das Rendite-Risiko-Verhältnis des Portfolios in robuster Weise maximieren. „Robust“ bedeutet hierbei konkret, dass das Rendite-Risiko-Verhältnis mit
 - unterschiedlichen Kennzahlen über
 - eine Vielzahl von historischen Rückrechnungen hinweg und
 - zusätzlich über stochastische Simulationen auf Basis geschätzter Renditeverteilungen

maximiert wurde. Es handelt sich daher nicht um eine Optimierung, die nur auf einen singulären historischen Zeitraum und ein bestimmtes Rendite-Risiko-Maß bezogen ist (das wäre gerade nicht robust), sondern um eine Festlegung, die sich in einer großen Anzahl an Szenarien sowie hinsichtlich einer Vielzahl unterschiedlicher Rendite-Risiko-Kennzahlen bewährt hat. Hierdurch tragen wir der grundsätzlichen Unsicherheit künftiger Kapitalmarktentwicklungen Rechnung. Als Ergebnis erhalten wir die folgenden Zielgewichtungen der mittels Hauptkomponentenanalyse (2) und Korrelationsanalyse (3) ausgewählten Faktorindizes.

Zielgewichtungen der relevanten Faktorindizes

MSCI ACWI	MSCI ACWI Small Cap Value-Weighted	MSCI ACWI enhanced Value	MSCI ACWI Momentum	MSCI ACWI Min.Vol.
50 %	20 %	10 %	10 %	10 %

Quellen: Bloomberg, eigene Berechnung und Darstellung quirion

¹⁶ Zwar sind diese Hauptkomponenten abstrakte mathematische Konstruktionen und können nicht unmittelbar einzelnen Indizes zugeordnet werden. Trotzdem weisen Sie konstruktionsbedingt die gewünschte Eigenschaft auf, keinerlei Redundanzen mehr zu beinhalten. Somit wird gewissermaßen Ordnung ins Chaos gebracht.

5. Nicht alle diese Indizes lassen sich mit Hilfe von qualitativ hochwertigen Anlageprodukten in einem Portfolio abbilden. Eine 1:1-Umsetzung mit exakt passenden Anlageprodukten und mit den angegebenen Gewichten scheidet daher aus.

Für die hochwertige Bestückung eines Portfolios müssen also auch Produkte herangezogen werden, denen u. U. andere Faktorindizes als die genannten zugrundeliegen. Entscheidend ist jedoch, dass das resultierende Portfolio letztlich in seiner Gesamtheit die gleichen Faktor-Exposures aufweist wie das durch die gewünschten Faktorindexgewichte aus (4) repräsentierte globale Marktportfolio.

Dies erreichen wir, indem wir zunächst mit Hilfe eines sogenannten „Factor-Attribution-Tools“ die Faktor-Exposures jedes einzelnen der fünf ausgewählten Faktorindizes gegenüber dem MSCI ACWI IMI bestimmen, dem breitestmöglichen verfügbaren Aktienindex, gegenüber dem Faktorausprägungen überhaupt messbar sind. Auf dieser Basis werden dann die folgenden Faktor-Exposures der Indexkombination aus (4) als Über- bzw. Untergewicht gegenüber dem MSCI ACWI IMI ermittelt.

Faktorausprägungen ggü. MSCI ACWI IMI

Value	Size	Momentum	Min. Vol.
9,66 %	6,00 %	0,34 %	-1,00 %

Quellen: Bloomberg, eigene Berechnung und Darstellung quirion

Zur Erläuterung: Verglichen mit dem (abstrakten) globalen Marktportfolio sind wir hinsichtlich jedes relevanten Faktors neutral positioniert. Dies entspricht genau unserem Ziel einer möglichst unverzerrten Repräsentanz des echten globalen Marktportfolios. Gegenüber dem MSCI ACWI IMI – zur Erinnerung: Das ist der breitestmögliche verfügbare Index, für den relative Faktor-Exposures überhaupt gemessen werden können – ergibt sich dadurch ein relatives Übergewicht der Faktoren Value (Substanzwerte) und Size (Nebenwerte, small caps) sowie eine weitgehende Neutralität gegenüber den Faktoren Niedrig-Volatilität und Momentum.

Um diese Faktor-Exposures im Portfolio umsetzen zu können, ermitteln wir nun noch analog für jedes der zur Verfügung stehenden Anlageinstrumente ebenfalls die jeweiligen Faktor-Exposures gegenüber dem MSCI ACWI IMI.

6. Mit Hilfe der für die letztlich ausgewählten Anlageprodukte ermittelten Faktor-Exposures sind wir nun in der Lage, die Produkte so zu kombinieren, dass das entstehende Portfolio insgesamt die gleichen Faktor-Exposures aufweist wie das durch die gewünschten Faktorindexgewichte aus (4) repräsentierte globale Marktportfolio. Damit entspricht ein „Globales Portfolio“ bei quirion so weit wie praktisch möglich dem globalen Marktportfolio – und damit dem theoretischen Optimum der Kapitalmarktforschung.

UNSER MEHRWERT

Der Startpunkt für die Konstruktion unserer Portfolios ist das aus der wissenschaftlichen Kapitalmarktforschung abgeleitete effiziente Marktportfolio. Grund: Es bietet das optimale Verhältnis aus zu erwartender Rendite und zu erwartendem Risiko. Die praktische Repräsentanz dieses theoretischen Optimums wird über ein mehrstufiges analytisches Verfahren hergeleitet, das dem Umstand Rechnung trägt, dass keine „naïve“ Zusammenstellung internationaler Aktienindizes das Marktportfolio angemessen repräsentieren kann.

3.3.2 Konstruktion des Anleiheportfolios

Aufgrund ihrer in aller Regel niedrigeren Schwankungsintensität (Volatilität) gegenüber Aktien dienen diese in den quirion-Portfolios vorwiegend der Abfederung des Portfoliorisikos (siehe auch Kapitel 3.1). Bei Portfolios mit geringen Aktienquoten und damit einhergehend einem vergleichsweise geringeren Gesamtdepotrisiko berücksichtigen wir zudem gezielter den Renditeaspekt von Anleihen (ohne dabei das Risiko überzustrapazieren). Umsetzen lässt sich dies am besten mit der Aufteilung der Anleihekomponekte in zwei Segmente und der Nutzung dieser beiden Segmente in Abhängigkeit von der Aktienquote.

Aufteilung in zwei Anleihesegmente: „risikoreduzierend“ und „ertragsorientiert“

Die konkrete Allokation der beiden Anleihesegmente basiert auf mehrstufigen Analysen mit einer Vielzahl an Optimierungen und Plausibilisierungen, an deren Enden die Festlegung der zielführenden Indexkombinationen liegt. Die Analysen erstrecken sich beispielsweise über

- u. A. Volatilitäts-, Maximum-Drawdown-, Sharpe- und Calmar-Ratio-Optimierungen
- Value-at-Risk-Untersuchungen
- Korrelations-, und Beta-Analysen
- Stresstests

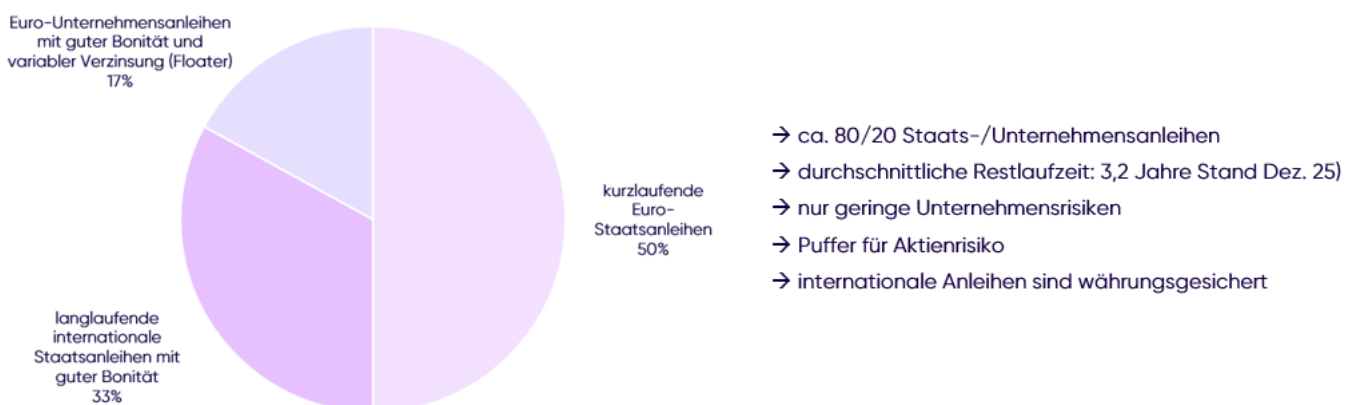
Das „**risikoreduzierende**“ Anleihe**segment** fokussiert sich auf Anleihen, die das Risiko im Gesamtdepot bestmöglich absenken. Dieses Risiko wird primär durch den Aktienanteil geprägt.

Das „**ertragsorientierte**“ Anleihe**segment** dient – neben den Aktien – als weiterer Renditelieferant, ohne dabei zu sehr ins Risiko zu gehen. Gewinnmaximierung steht hier also nicht im Vordergrund, sondern ein möglichst optimales Rendite-Risiko-Verhältnis

Ab einer Aktienquote von 50 % (Strategie 50/50, 60/40, 70/30 usw.) kommt ausschließlich das risikoreduzierende Anleihe**segment** zum Einsatz.

Der risikoreduzierende Teil des Anleiheportfolios ist so konstruiert, dass er die Risiken, die aus dem Aktienanteil eines Portfolios resultieren, bestmöglich abfedert. Es besteht fast ausschließlich aus vergleichsweise sicheren Staatsanleihen. In kritischen Aktienmarktphasen zeigte sich in der Historie oft das Muster einer „Flucht“ in sichere (durchaus auch längere laufende) Staatsanleihen. Im „risikoreduzierenden“ Segment wird fast komplett auf das Eingehen von Unternehmensrisiken (aber auch entsprechenden Chancen) verzichtet, da diese bereits den Aktienanteil prägen. Der Anleihe**teil** sorgt so in den Strategien mit Aktienschwerpunkt für eine besonders fokussierte Risikoreduktion. Zur Diversifizierung sind hier dennoch Unternehmensanleihen beigemischt, in Form von Floatern. Da die Verzinsung von Floatern in regelmäßigen Abständen dem aktuell vorherrschenden Zinsniveau angepasst wird, unterliegen sie meist nur sehr geringen Kursschwankungen.

Zusammensetzung des Anleihe**segments** „risikoreduzierend“



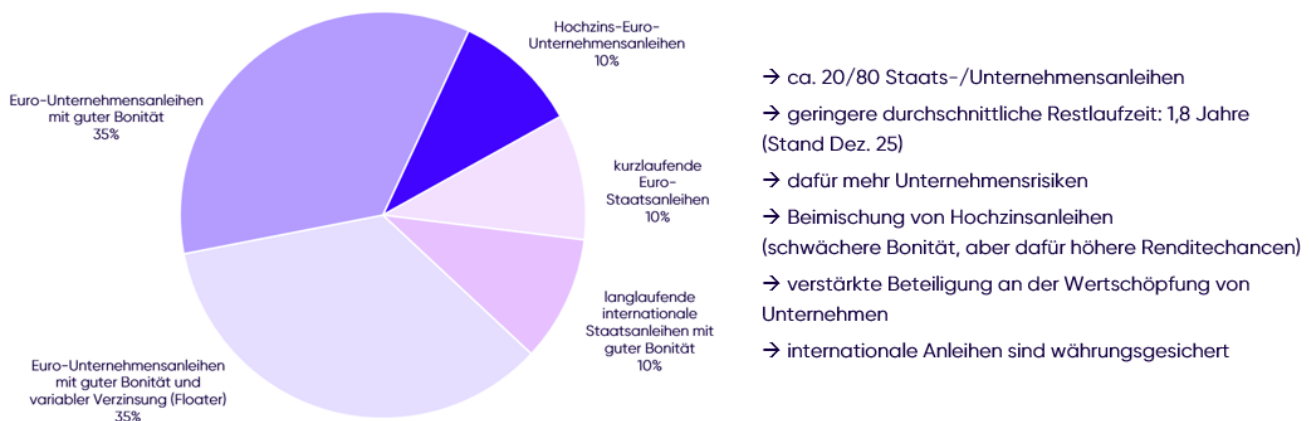
Quelle: eigene Berechnungen und Darstellung quirion

Das ertragsorientierte Segment des Anleiheportfolios ist dagegen stärker auf das Renditepotenzial ausgerichtet, bei vertraglichen Risiken (möglichst günstiges Rendite-Risiko-Verhältnis).

In der Strategie 0/100, die einzig aus Anleihe-Investments besteht, kommt ausschließlich dieses Segment zum Einsatz. In den Strategien mit 10 bis 40 % Aktien kommt dieses Segment gemeinsam mit dem „risikoreduzierenden“ zum Einsatz.

Das „ertragsorientierte“ Segment besteht überwiegend aus Unternehmensanleihen. Hier stehen also stärker Unternehmensrisiken und -chancen im Vordergrund, so dass man trotz niedrigerer Aktienquoten (40 % und weniger) an der Wertschöpfung des Unternehmenssektors (in Form höherer Anleiherenditen) partizipieren kann. Übermäßige Risiken werden durch eine sehr moderate Gewichtung von Hochzinsanleihen und langlaufenden Staatsanleihen (die bei Veränderungen des allgemeinen Zinsniveaus stärker schwanken) sowie durch eine kurze Duration vermieden (kürzere Restlaufzeiten = geringeres Kursrisiko).

Zusammensetzung des Anleihesegments „ertragsorientiert“

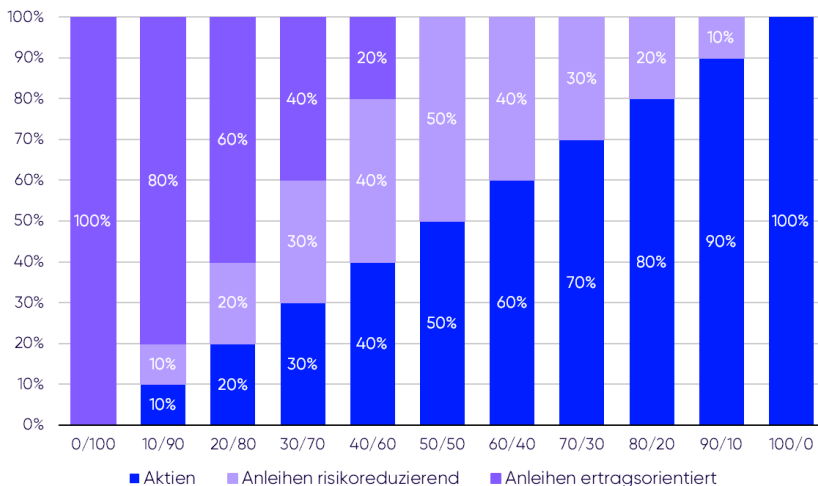


Quelle: eigene Berechnungen und Darstellung quirion

In den Strategien mit Aktienquoten zwischen 10 und 40 % kommen also beide Anleihesegmente zum Einsatz. Je höher die Aktienquote, umso mehr Risikoabfederung wird benötigt. Dementsprechend erhöht sich dann auch schrittweise der risikoreduzierende Anleiheanteil. Ab 50 % Aktienanteil verzichten wir dann auf den „ertragsorientierten Anteil. Anleihen werden dann „nur noch“ zur Risikoreduzierung gebraucht.

Der folgenden Übersicht lässt sich entnehmen, wie stark die beiden Anleihesegmente (risikoreduzierend und ertragsorientiert) in Abhängigkeit der jeweiligen Strategie zum Tragen kommen. Etwaige Währungsrisiken (beispielsweise durch US- Dollar-Investments) werden grundsätzlich durch Währungshedges innerhalb der Anlageprodukte eliminiert.

Gewichtung der beiden Anleihesegmente je nach Aktienquote (Liquidität unberücksichtigt)



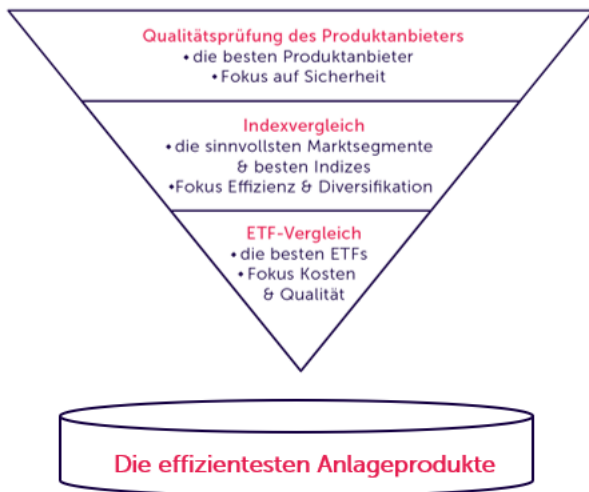
Quelle: eigene Berechnungen und Darstellung quirion

3.4 Produktauswahl

Insbesondere auch bei der Produktauswahl kann quirion seine Unabhängigkeit ausspielen und im Kundeninteresse aus allen am Markt verfügbaren Produkten die besten aussuchen.

Die Produktauswahl erfolgt grundsätzlich im Rahmen eines dreistufigen Prozesses.

quirion-Produktauswahl (vereinfachte Darstellung)



Quelle: eigene Darstellung quirion

In der **ersten Stufe** werden durch eine detaillierte Qualitätsprüfung diejenigen ETF-Anbieter herausgefiltert, die den internen quirion-Standards entsprechen und somit für eine engere Auswahl in Frage kommen.

Im Rahmen dieses speziellen Emittenten-Ratings prüfen wir die Prozesse des Fondsmanagements anhand einer Reihe von Kriterien – mit einem besonderen Fokus auf das Risikomanagement. Beispiel: ETFs verleihen regelmäßig Wertpapiere an andere Marktteilnehmer („Wertpapierleihe“), um Zusatzeinnahmen zu generieren. Zudem werden teilweise Swap-Geschäfte abgeschlossen, um Kosten zu sparen. Beide Maßnahmen helfen also grundsätzlich, die Rendite zu steigern. Das Kontrahentenrisiko bei diesen Geschäften sollte jedoch durch die Hinterlegung von hochwertigen Sicherheiten so weit wie möglich minimiert werden. Mit Hilfe unseres Emittenten-Ratings ermitteln wir, ob dies bei den von uns durchleuchteten Emittenten auch tatsächlich geschieht.

Aufgrund unserer Stellung als institutioneller Investor erhalten wir hierfür von den Emittenten detaillierte und vertrauliche Informationen, die Privatanlegerinnen und -anlegern nicht zugänglich sind.

In der **zweiten Stufe** geht es um die Auswahl der passenden Indizes. Sofern sich nicht bereits aus der Portfoliokonstruktion (siehe 3.2) konkrete Indizes ergeben, sondern mehrere Indizes in Frage kommen, werden ggf. – ergänzend zu den Auswahlkriterien aus dem Kontext der Portfoliokonstruktion – weitere Kriterien herangezogen, die in einen speziellen Indexvergleich einfließen:

- Längerfristige Wertentwicklung
- Rollierende Renditen (12 Monate)
- Maximaler Verlust zum Höchststand
- Volatilitätsverlauf
- Maximaler Verlust und Erholungszeitspanne
- Rendite-Risiko-Verhältnis (diverse Kennziffern)

In der **dritten Stufe** werden die konkreten Anlageprodukte ausgewählt. Wesentliches Kriterium bei der ETF-Auswahl sind für uns die – wie wir sie nennen – realen Kosten, in die fortlaufend die Differenz zwischen Fonds- und Indexentwicklung einfließen, sowie einmalig beim An-/Verkauf auch die Geld-Brief-Spanne. Unsere internen Auswertungen zeigen, dass die kommunizierte Gesamtkostenquote von Fonds (TER) in Wirklichkeit gar nicht die realen Gesamtkosten wiedergibt, sondern diese in der Regel lediglich zu ca. zwei Dritteln erklären kann. Zur TER müssen nämlich Handelskosten hinzuaddiert werden, die den Fonds beim Nachvollziehen von Positionsänderungen im Index entstehen. Auch Steuern – insbesondere die einbehaltene Quellensteuer –, unter Umständen Swapkosten und durch die Güte des Portfoliomanagements bedingte Über- oder Unterrenditen müssen berücksichtigt werden. Zudem trägt eine geringe Cash-Position im Fonds zu einer tendenziellen Unterrendite bei. Aus dem Verleih von Wertpapieren generierte Erträge müssen hingegen von den Fondskosten abgezogen werden, wenn sie an die Anlegerinnen und Anleger weitergereicht werden. Entgegen der landläufigen Meinung ist das Managen eines Indexfonds also alles andere als trivial und entsprechend bestehen zwischen den einzelnen Produkten, die ein und denselben Index abbilden, zum Teil spürbare Renditeunterschiede, die sich über einen langen Anlagezeitraum hinweg zu deutlichen Vermögensdifferenzen addieren können.

All diese Faktoren werden bei unserer professionellen und aufwendigen Fondsselektion berücksichtigt. Zusätzlich werden weitere Qualitätskriterien beachtet. Diese bestehen aus dem Tracking Error (ein ETF soll die Kursbewegungen seines Index möglichst konstant und verlässlich nachvollziehen) und dem Fondsvolumen – bei kleinen Fonds besteht die Gefahr von unerwünscht hohen Anteilen unsererseits sowie die erhöhte Wahrscheinlichkeit einer Auflösung mangels Wirtschaftlichkeit.

UNSER MEHRWERT

Auch bei ETFs, die „nur“ einen Index nachbilden, ist es nicht egal, welches Produkt man konkret auswählt. Über die Zeit können die Renditeunterschiede zwischen einzelnen Produkten deutlich sein. Die professionelle Produktauswahl bei quirion sorgt dafür, dass nur die besten Fonds in die Depots unserer Kunden kommen. Unsere Unabhängigkeit ermöglicht es uns zudem, aus dem gesamten am Markt verfügbaren Produktspektrum zu wählen.

3.5 Nachhaltige Depotvariante

Neben den beschriebenen, klassischen Portfolios bieten wir unsere Depots zusätzlich in einer nachhaltigen Variante an, die ebenfalls auf den beschriebenen Prinzipien der Portfoliokonstruktion und Produktauswahl unserer klassischen Portfolios beruht, aber zudem Schritt für Schritt eine Verbesserung der Nachhaltigkeitskennziffern verfolgt. Dabei wird stets die dadurch entstehende Einschränkung der Diversifikation mitberücksichtigt. Eine übermäßige Konzentration des Portfolios durch die Erhöhung der Nachhaltigkeit unterbleibt.

Wie lässt sich Nachhaltigkeit aber messen? quirion orientiert sich am inzwischen weit verbreiteten sog. ESG-Schema. Dieses unterteilt den weitläufigen Begriff der Nachhaltigkeit in die Bereiche Umwelt (E wie Environment), Soziales (S wie Social) und Unternehmensführung (G wie Governance). Professionelle Analysehäuser – wie z. B. MSCI Research, dessen Daten auch bei quirion zum Einsatz kommen – untersuchen dann anhand unterschiedlichster Kenngrößen der verschiedenen Bereiche, wie nachhaltig Unternehmen aufgestellt sind, und verdichten diese Kenngrößen zu einem einheitlichen sogenannten ESG-Score zwischen 1 (wenig) und 10 (sehr nachhaltig).¹⁷ Für den Bereich „Umwelt“ wird zum Beispiel gemessen, wie viel CO₂ ein Unternehmen produziert, wie viel CO₂ die Produkte ausstoßen, wie viel Müll bei der Produktion anfällt und wie wasserintensiv diese ist. Unter „Soziales“ wird unter anderem bewertet, wie hoch die Sicherheitsstandards der Arbeitsplätze sind, wie sicher die hergestellten Produkte sind oder wie ernst ein Unternehmen den Datenschutz nimmt. Im Bereich der Unternehmensführung spielen wiederum Kriterien wie die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder eine Rolle. Auch Verstöße gegen Wettbewerbsregeln und Korruptionsgesetze fallen hier negativ ins Gewicht. Der CO₂-Ausstoß erhält noch einmal ein besonders Gewicht, da er als separates, messbares Kriterium (Ausstoß pro Million US-Dollar Umsatz) Berücksichtigung in unserer Portfoliokonstruktion findet.

Für die konkrete Portfoliokonstruktion werden nun zunächst nachhaltige Mindeststandards im Portfolio sichergestellt. Dies geschieht durch den kategorischen Ausschluss von Unternehmen, die kontroverse Waffen herstellen, sowie solcher, die gegen den Global Compact der Vereinten Nationen verstoßen. Dieser sieht das Einhalten von zehn ethischen, sozialen und ökologischen Mindeststandards vor. Dies sind unter anderem die Achtung der Menschenrechte, das Zulassen von Gewerkschaften, der Verzicht auf Zwangs- und Kinderarbeit sowie das Engagement gegen Korruption. Anschließend wird das Portfolio so lange weiter hin zu einem höheren Maß an Nachhaltigkeit gemessen am ESG-Score und CO₂-Ausstoß optimiert, bis das Mehr an Nachhaltigkeit noch einem sinnvollen Maß an Diversifikation gegenübersteht. So erreichen wir eine Balance aus möglichst hohen ESG-Werten, niedrigem CO₂-Ausstoß und einer trotzdem hohen Risikostreuung.

Die Produktumsetzung erfolgt auch hier mit kostengünstigen ETFs und ggf. indexnahen Fonds. Dadurch lassen sich die im nachhaltigen Anlagebereich sonst oft hohen Kosten vermeiden. Auch diese Produktauswahl wird hinsichtlich der grundlegenden Qualitätskriterien Sicherheit, Abbildungsgüte und Kosten regelmäßig überprüft.

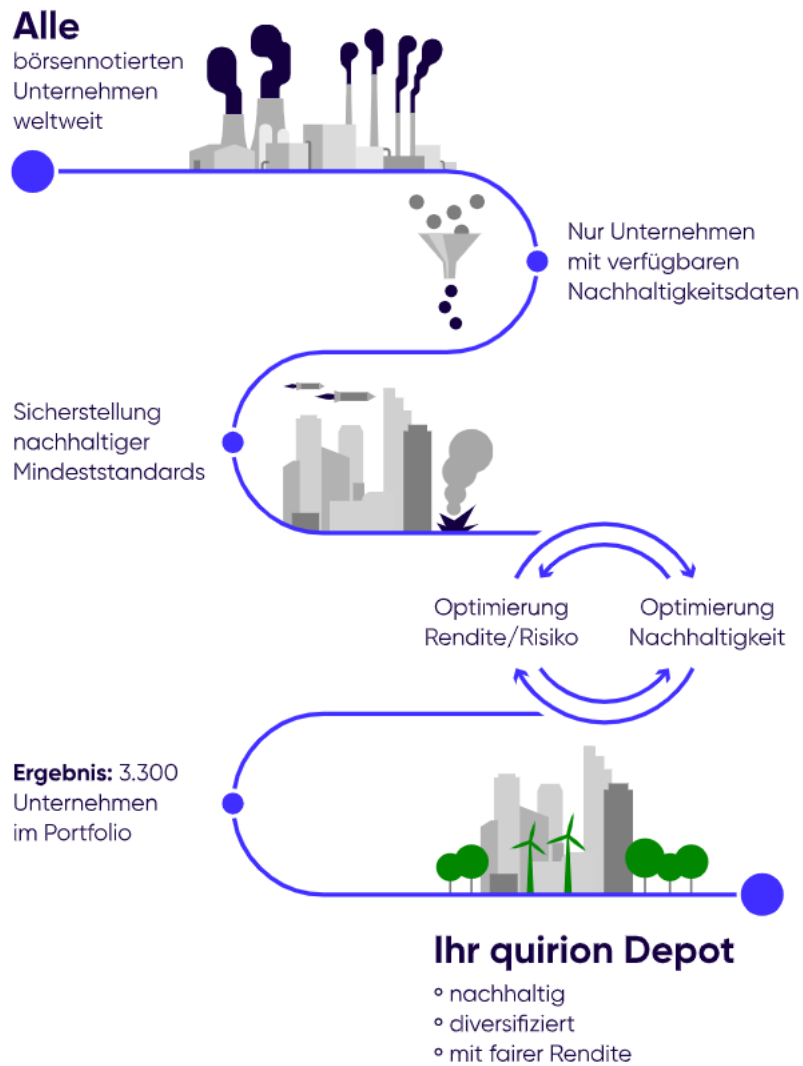
Nachhaltigkeitskriterien bei quirion



Quelle: eigene Darstellung quirion

¹⁷ Diese unternehmensindividuellen ESG-Scores werden dann bei der Bewertung von nachhaltigen ETFs, die quirion einsetzt, zu ESG-Scores für den jeweiligen ETF aggregiert.

Filterprozess in der nachhaltigen Anlagestrategie (vereinfachte Darstellung)



Quelle: eigene Darstellung quirion

3.6 quirion-Altersvorsorge

Die wachsende Rentenlücke und der Bedarf nach einer kosteneffizienten, flexiblen Altersvorsorge ohne teure Garantie-/Versicherungskomponenten waren zentrale Auslöser, neben dem klassischen globalen Portfolio und der Nachhaltigkeitsvariante eine spezielle Altersvorsorge-Lösung zu entwickeln. Die quirion-Altersvorsorge ist das erste Robo-Advisor-ETF-Portfolio mit automatischem Gleitpfad: Die Renditechancen der Kapitalmärkte werden genutzt und das Risiko Richtung Rentenbeginn automatisch reduziert.

Das Basisportfolio ist wahlweise identisch dem „normalen“ globalen ETF-Portfolio bzw. der Nachhaltigkeitsvariante. Der entscheidende Unterschied ist der besagte Gleitpfad. In der frühen Ansparphase steht der Vermögensaufbau mit höherem Aktienanteil im Vordergrund. Je näher der Rentenbeginn rückt, desto stärker wird schrittweise in stabilisierende Anleihen umgeschichtet, um das Risiko größerer Verluste kurz vor Rentenstart zu reduzieren.

Wichtig: Auch im Rentenalter ist weiterhin eine Aktienquote vorgesehen. Hintergrund ist, dass die Rentenphase zunehmend länger dauert und damit auch im Ruhestand ein renditeträchtiger Baustein sinnvoll ist. In den meisten der fünf Risikoprofile (A bis E) liegt die Mindestaktienquote deshalb bei 30 %. Die verbreitete Faustregel „100 minus Alter“ halten wir weder in der Ansparphase noch in der Rentenphase für geeignet.

Der konkrete Gleitpfad der quirion-Altersvorsorgestrategie

Risikoklasse	A	B	C	D	E
t0	20%	30%	30%	30%	30%
t-1	20%	30%	30%	30%	30%
t-2	20%	30%	30%	30%	30%
t-3	20%	30%	30%	30%	30%
t-4	30%	30%	30%	30%	40%
t-5	30%	30%	30%	30%	40%
t-6	30%	30%	30%	40%	50%
t-7	30%	30%	30%	40%	50%
t-8	30%	30%	40%	50%	60%
t-9	30%	30%	40%	50%	60%
t-10	40%	40%	50%	60%	70%
t-11	40%	40%	50%	60%	70%
t-12	40%	50%	60%	70%	80%
t-13	40%	50%	60%	70%	80%
t-14	50%	60%	70%	80%	90%
t-15	50%	60%	70%	80%	90%
t-16	60%	70%	80%	90%	100%
t-17	60%	70%	80%	90%	100%
t-18	70%	80%	90%	100%	100%
t-19	70%	80%	90%	100%	100%
t-20	80%	90%	100%	100%	100%
t-21	80%	90%	100%	100%	100%
t-22	90%	100%	100%	100%	100%
t-23	90%	100%	100%	100%	100%
t-24	90%	100%	100%	100%	100%
t-25	100%	100%	100%	100%	100%
t-26	100%	100%	100%	100%	100%
t-27	100%	100%	100%	100%	100%
t-28	100%	100%	100%	100%	100%
t-29	100%	100%	100%	100%	100%
t-30...	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: eigene Darstellung quirion

Damit verbindet die Altersvorsorge-Strategie die automatische Risikoanpassung mit den Vorteilen einer professionellen digitalen Vermögensverwaltung: wissenschaftlich basierte Portfoliokonstruktion, laufende Überwachung, Rebalancing, kuratierte Produktauswahl sowie der Austausch von ETFs, wenn bessere oder geeignetere Produkte verfügbar sind. Anlegerinnen und Anleger müssen sich nicht selbst kümmern – die Strategie wird systematisch umgesetzt., klassisch oder nachhaltig. Einzahlungen bleiben flexibel: Sparraten können erhöht, reduziert, pausiert oder gestoppt werden – ohne starre Laufzeitbindung.

Während bei klassischen Portfolios eine niedrige Risikokategorie meist direkt eine niedrige Aktienquote bedeutet, ist in der Altersvorsorge-Logik bei jüngeren Anlegerinnen und Anlegern (langer Anlagehorizont) selbst bei defensiverer Risikokategorie anfangs eine höhere Aktienquote möglich – die spätere Risikoreduktion erfolgt automatisch über den Gleitpfad.

Für die spätere Rentenphase sind Auszahlungen über Einmalzahlungen oder einen Entnahmeplan (in Umsetzung) möglich.

Letztlich wird mit dieser Anlagestrategie ein Lifecycle-Ansatz, der bislang typischerweise im Versicherungsmantel umgesetzt wurde (und dort häufig mit hohen Produktkosten und Bindungen einhergeht), als digitale, flexible ETF-Lösung verfügbar. Operativ ist die Lösung extrem effizient: Statt eine komplett neue Asset-Allocation aufzubauen, zu überwachen und separat zu handeln, setzt die Altersvorsorgestrategie auf den bestehenden Portfolio-Bausteinen des Globalen Portfolios und des nachhaltigen Portfolios auf. Dadurch entstehen starke Synergieeffekte mit Blick auf das Portfoliomanagement, das Monitoring und die Handelsprozesse.

4. Kontinuierliche Portfolioüberwachung und -steuerung

4.1 Strategisches Risikomanagement und Rebalancing

Kursschwankungen an den Wertpapiermärkten bringen es mit sich, dass die Depots sich mit der Zeit immer weiter von der ursprünglich vereinbarten Asset-Allokation entfernen. Steigen die Aktienmärkte beispielsweise stärker als die Anleihenmärkte, erhöht sich die Aktienquote. Diese Abweichungen sorgen für (unerwünschte) Verschiebungen im Risikoniveau in Form von Abweichungen der Wertpapiergewichte von der vordefinierten Muster-Allokation (Soll-Allokation), also von der ja aus guten Gründen vereinbarten Anlagestrategie. Auf längere Sicht ist überwiegend mit einem Anstieg des Risikoniveaus zu rechnen, da (riskante) Aktien tendenziell stärker steigen als (defensive) Anleihen. Es stellt sich für das Portfoliomanagement somit die Frage, wann und in welchem Umfang Readjustierungen an den Kundenportfolios vorgenommen werden sollen (sogenanntes Rebalancing), um die beschriebenen Effekte zu verhindern.

Entscheidend beim Rebalancing ist, dass Umfang und Zeitpunkt der Ausgleichstransaktionen nicht willkürlich aufgrund höchst unsicherer Prognosen erfolgen, sondern anhand fester und disziplinierender Kriterien. Prognosen bzw. kurzfristige Markteinschätzungen dürfen bei diesem Vorgehen keine Rolle spielen. Rebalancing sollte somit nicht mit Markt-Timing verwechselt werden. Es gibt keine verlässliche Methodik, um den richtigen Ein- oder Ausstiegszeitpunkt exakt festzustellen. Aus diesem Grund sollte ein regelmäßiges Neubewerten und Umschichten nach einer fest definierten Regel erfolgen.

Den quirion-Ansatz beschreiben wir in den folgenden Abschnitten.

4.1.1 Planmäßiges Rebalancing

Einmal im Jahr setzt quirion die Ist-Allokation aller Portfolios auf die Soll-Allokation zurück. Dies bedeutet, dass bei allen Wertpapieren mit überdurchschnittlichen (unterdurchschnittlichen) Kursgewinnen Verkäufe (Käufe) angestoßen werden, um die Ungleichgewichte zu beseitigen.

Wie bereits erwähnt, dient das Rebalancing dazu, das mit den Kundinnen und Kunden vereinbarte Risikoniveau langfristig sicherzustellen (und implizit auch die erwartbare Rendite im gewünschten Bereich zu halten). Dabei wird automatisch antizyklisch gehandelt oder, um es vereinfacht auszudrücken: Es wird teuer verkauft und billig gekauft.

Dieser Mechanismus wirkt sich nicht selten auch positiv auf den Zeitraum, der für die komplette Aufholung von zwischenzeitlichen Kursverlusten benötigt wird, aus. Langfristige Renditevorteile sind durch Rebalancing ebenfalls möglich – gerade, wenn in sehr schwachen Aktienmarktjahren antizyklisch nachgekauft wird.

Zur Wahrheit gehört allerdings auch, dass es durchaus Marktphasen geben kann, in denen ein Portfolio ohne Rebalancing-Strategie besser läuft als mit Wertschwankungsausgleich. Diese Phasen vorauszusehen, ist aber unmöglich.

So funktioniert Rebalancing

am Beispiel einer 60/40-Verteilung von Aktien- und Anleihen-ETFs



Quelle: eigene Darstellung quirion

4.1.2 Außerplanmäßiges Rebalancing

Sind die Kursbewegungen an den Märkten ungewöhnlich stark, erfolgt neben dem planmäßigen zusätzlich ein außerplanmäßiges Rebalancing, um Abweichungen der Ist- von der Soll-Allokation zu begrenzen. quirion überwacht die Kundenportfolios börsentäglich und stößt bei Bedarf ein außerplanmäßiges Rebalancing umgehend an. Ein außerplanmäßiges Rebalancing erfolgt, wenn die Aktien- beziehungsweise Anleihenquote des Portfolios mehr als 10, 15 oder 20 % (nicht Prozentpunkte!) über beziehungsweise unter der Soll-Quote liegt.¹⁸

Zudem erfolgt bei jeder zusätzlichen Einzahlung seitens unserer Kundinnen und Kunden ein Rebalancing. So wird das Portfolio möglichst konstant nah an der optimal passenden Quote gehalten.

Wie das planmäßige Rebalancing ist auch das außerplanmäßige Rebalancing für unsere Kundinnen und Kunden kostenlos und wird automatisch ohne weiteres Zutun des Kunden angestoßen.

4.1.3 Vorteile des quirion-Ansatzes

Wir beschreiben zunächst, warum wir die Steuerung des Risikoniveaus über die Aktien-/Anleihenquote für zielführend halten und gehen dann darauf ein, warum wir ein jährliches planmäßiges Rebalancing mit außerplanmäßigen Rebalancings nach starken Kursbewegungen kombinieren.

Steuerung des Portfoliorisikos über die Aktien-/Anleihenquote

Die Festlegung des Risikoniveaus eines Portfolios mit Hilfe der Aktien-/Anleihenquote ist nicht ohne Grund das vorherrschende Vorgehen unter Portfolioverwaltern. Zahlreiche Argumente sprechen dafür:

- Um eine im Portfoliomanagement vielzitierte Zahl auch in diesem Dokument zu zitieren: In breit diversifizierten Portfolios lassen sich die Wertschwankungen zu 93,6 Prozent über die Wahl der Aktien-, Anleihen- und Cash-Quote erklären.¹⁹ Mit anderen Worten: Die Aktienquote ist der alles bestimmende Faktor im Risikomanagement, und es liegt damit nahe, ihn als Steuerungsgröße zu verwenden.
- Das gewählte Vorgehen geht mit sehr seltenen Umschichtungen einher²⁰. Je weniger ein Portfolio umgeschlagen wird, desto geringer sind die Transaktionskosten und desto mehr unrealisierte Kursgewinne können vom Steuerstundungseffekt profitieren.
- Das Vorgehen ist prognosefrei. Alternative Risikosteuerungsmethodiken – wie auch immer sie im Detail aussehen mögen – müssen Risiken prognostizieren und gehen dabei erhebliche Schätzfehler ein. Diese Schätzfehler sind häufig so groß, dass sich der theoretische, in Backtests herbeigeleitete Nutzen im Live-Betrieb in einen Schaden verwandelt. Man denke in diesem Zusammenhang nur an die verheerenden Folgen, die naives Vertrauen in gängige Risikomaße wie den Value-at-Risk in der Finanzkrise oder in Corona-Zeiten verursacht hat. Auch ein Füttern der Risikomodelle mit realen Vergangenheitsdaten – um die Extremrisiken der Kapitalmärkte besser abzubilden – heilt diese Probleme nicht. Die Aktienquote ist die beste Kennzahl, um (auf Basis historischer Datenreihen) die Schwankungen eines Portfolios abzuschätzen.
- Die Steuerung über ein spezielles Risiko- oder Renditemaß verengt die Anlagewünsche des Kunden zwingend auf eine Zahl. Risiko ist aber ein vielschichtigeres Phänomen, als es sich zum Beispiel über die Volatilität vollumfänglich beschreiben ließe (mathematisch gesprochen: Es gibt neben Mittelwert und Varianz noch weitere Verteilungsmaße). Die Aktienquote offenbart unseren Kundinnen und Kunden die Vielschichtigkeit des Risikobegriffs besser als dies eine berechnete, scheingenaue Risikokennziffer könnte.
- Eine Steuerung der Aktienquote ist transparent und für jeden nachvollziehbar. Eine Steuerung über Risikomaße oder Renditeprognosen hingegen ist intransparent – erst recht, wenn sie aufwendig kalibriert wurden. Eine intransparente Portfoliosteuerung erhöht aber die Gefahr, dass Anlegerinnen und Anleger eine marktbedingt schwache Performance mit einem Versagen des Portfoliomanagers verwechseln und sich damit genau im falschen Zeitpunkt von ihrer Wertpapieranlage abwenden.

Zusammengefasst besteht erfolgreiches Anlagemanagement für uns darin, jede Kundin und jeden Kunden mit einem Portfolio auszustatten, das der individuellen Risikotoleranz und -tragfähigkeit entspricht und die eingegangenen Risiken transparent macht. Zudem sollte das Portfolio in einer unsicheren und unbekannten Zukunft mit möglichst wenigen Umschichtungen auskommen. Ist dies gelungen, kann unserer Meinung nach sowohl auf kostspielige und intransparente statische als auch auf dynamische Absicherungsstrategien verzichtet werden.²¹

¹⁸ Abweichungsgrad von 20 % gilt bei den Strategien mit 10 und 90 % Aktien, Abweichungsgrad von 15 % gilt bei Strategien mit 20 und 80 % Aktien und 10 % Abweichungsgrad bei den restlichen gemischten Aktien-/Anleihen-Strategien.

¹⁹ Brinson, Hood, Beebower (1986)

²⁰ Vergleiche die Studie von Vanguard (Jaconetti, Kinniry Jr. & Zilbering, 2010)

²¹ Selbstverständlich kann sich die Risikotoleranz des Kunden mit der Zeit ändern, was Anpassungen in der Portfoliostruktur notwendig macht.

Vorteile einer Kombination aus jährlichem, planmäßigem Rebalancing und risikogesteuertem, außer- planmäßigem Rebalancing

In wissenschaftlichen Studien hat sich die Kombination aus planmäßigem und außerplanmäßigem Rebalancing als ideal herausgestellt.²²

- Es wird nur sehr begrenzt umgeschichtet mit entsprechend positiver Konsequenz für die Transaktionskosten.
- Das Risikoniveau der Ist-Allokation bewegt sich durchgehend nah an der Soll-Allokation.
- Der Verwaltungsaufwand wird niedrig gehalten, was sich positiv auf die Verwaltungskosten auswirkt.

UNSER MEHRWERT

Unsere Rebalancing-Methodik entspricht der Best Practice des Portfoliomanagements. Sie ist zudem eng abgestimmt mit unserem Portfoliokonstruktionsprozess und mit der Kommunikation des Portfoliorisikos. Wir begrenzen Umschichtungen so weit wie möglich, denn „hin und her macht Taschen leer“. Falls nötig, schichten wir aber selbstverständlich um. Damit halten wir das Risiko in den vereinbarten Grenzen.

4.2 Austausch von Produkten

Auf dem Markt für Indexfonds ist ein starkes Volumenwachstum, eine starke Zunahme der Anzahl an verfügbaren Fonds zu beobachten und immer wieder betreten auch neue Anbieter den Markt. Neben der Ausweitung des Angebots bringt dies auch wettbewerbsbedingt tendenziell sinkende Fondskosten mit sich. Unser Anlageuniversum (vergleiche Abschnitt 3.1) weist also eine gewisse Dynamik auf und es finden regelmäßig neue und bessere Produkte Eingang. Auch ändern sich die ökonomischen Rahmenbedingungen und es werden neue Erkenntnisse in der Kapitalmarktforschung gewonnen. Dies alles spricht dafür, die Portfoliokonstruktion von Zeit zu Zeit zu kontrollieren und bei Bedarf anzupassen. Andererseits muss natürlich beachtet werden, dass Produkttausche mit Transaktionskosten verbunden sind.

In einer Abwägung dieser Argumente nehmen wir im Zeitablauf lediglich moderate Änderungen an der Produktauswahl und -gewichtung vor. Anpassungen in der Portfoliokonstruktion sind nicht an einen bestimmten Termin im Jahr gebunden. Es bietet sich aber an, Produktwechsel im Rahmen des planmäßigen Rebalancings (vergleiche Abschnitt 4.1.1) durchzuführen, sofern bessere Produkte im Sinne unseres Produktauswahlprozesses verfügbar sind.

4.3 Produkt- und Portfolioüberwachung

Unser hausinternes Risikomanagement überwacht alle Kundendepots börsentäglich. Falls notwendig, stoßen wir umgehend ein außerplanmäßiges Rebalancing an – vergleiche Abschnitt 4.1.2. Auch informieren wir unsere Kundinnen und Kunden, wenn der Wert ihrer Depots eine strategieabhängige Verlustschwelle unterschreitet. Regelmäßig überprüfen wir auch unsere internen Prozesse. So ist sichergestellt, dass Portfolios nicht in relevantem Maße in der Entwicklung oder Struktur von der Soll-Allokation abweichen.

Auch die Produkte in den Depots unserer Kundinnen und Kunden werden einem regelmäßigen Check unterworfen. Ist ihr Volumen noch ausreichend, um für uns investierbar zu sein? Entsprechen die Gebührenstruktur und die Renditedifferenz zum Index noch unseren Erwartungen? Gab es Änderungen an der Struktur der Fonds? Falls ja und falls nötig, tauschen wir das Produkt kostenlos gegen ein besseres aus.

²² Jaconetti, Kinniry Jr. & Zilbering (2010)

4.4 Handel

Wer als Privatanlegerin oder -anleger Wertpapiere handeln möchte, wird u. U. mit signifikanten Kosten konfrontiert. Diese mögen auf den ersten Blick gering wirken – vor allem, wenn sie in Prozent des investierten Anlagevolumens ausgedrückt werden. Tatsächlich zeigen zahlreiche Studien, dass genau diese Handelskosten der Grund für die schlechte Wertentwicklung in vielen Privatanlegerdepots sind.²³

quirion verwendet hochmoderne Portfoliomanagement- Software und kann damit einen Großteil dieser Handelskosten einsparen. Zum einen werden Kundenaufträge gebündelt an die Börse gegeben (sogenanntes Pooling), wodurch auch kleine Kundenaufträge kosteneffizient bearbeitet werden können. Zusätzlich sind wir in der Lage, gleichzeitige Verkäufe und Käufe intern zu handeln und damit bestimmte Börsenkosten (Geld-Brief-Spannen bei ETFs sowie Börsen- und Abwicklungsgebühren) einzusparen oder zumindest deutlich zu reduzieren.

Wir wollen betonen, dass bei unserem internen Pooling die Kundinnen und Kunden exakt den Börsenpreis erhalten und quirion hieran keinen Cent verdient. Unsere Regulierung als Finanzportfolioverwalter würde es uns auch verbieten, hier versteckte Einnahmen zu generieren. Dies unterscheidet uns von anderen Banken, die den sogenannten Direkthandel als zusätzliche Einnahmequelle entdeckt haben und hier intransparente Preise stellen. Selbstverständlich achten wir auch darauf, Orders nur zu besonders liquiden Tageszeiten zu platzieren sowie einen liquiden Börsenplatz auszuwählen.

UNSER MEHRWERT

Anders als herkömmliche Banken verdient quirion am Wertpapierhandel seiner Kunden keinen Cent – dies verbietet uns das Gesetz.

²³ Vergleiche Barber & Odean (2000)

5. Quellenverzeichnis

Arnott, Robert D. & Hsu, Jason & Kalesnik, Vitali & Tindall, Phil (2013):

The Surprising Alpha from Malkiel's Monkey and Upside-Down Strategies. Journal of Portfolio Management, Band 39, Nr. 4, S. 91–105.

Asness, Clifford (2014):

Our Model Goes to Six and Saves Value from Redundancy Along the Way.

Studie, <https://www.aqr.com/cliffs-perspective/our-model-goes-to-six-and-saves-value-from-redundancy-along-the-way> (Dezember 2017).

Barber, Brad M. & Odean, Terrance (2000):

Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. The Journal of Finance, Band 55, Nr. 2, S. 773–806.

Bodie, Zvi & Merton, Robert C. & Samuelson, William F. (1992):

Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model. Journal of Economic Dynamics and Control, Band 16, S. 427–449.

Brightman, Chris & Kalesnik, Vitali & Li, Feifei & Shim, Joseph (2017):

A Smoother Path to Outperformance with Multi-Factor Smart Beta Investing.

Studie, https://www.researchaffiliates.com/en_us/publications/articles/594-a-smoother-path-to-outperformance-with-multifactor-smart-beta-investing.html (Dezember 2017).

Brinson, Gary P. & Hood, L. Randolph & Beebower, Gilbert L. (1986):

Determinants of Portfolio Performance. Financial Analysts Journal, Band 42, Nr. 4, S. 39–44.

Buffett, Warren (2016):

Berkshire Hathaway Aktionärsbrief. <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2016ltr.pdf> (Dezember 2017).

Carhart, Mark M. (1997):

On Persistence in Mutual Fund Performance. The Journal of Finance, Band 52, Nr. 1, S. 57–82.

De Bondt, Werner F. M. & Thaler, Richard (1985):

Does the Stock Market Overreact? The Journal of Finance, Band 40, Nr. 3, S. 793–805.

Fama, Eugene F. (2017):

Embrace Passive Management Already.

<http://review.chicagobooth.edu/finance/2017/article/embrace-passive-management-already> (Dezember 2017).

Fama, Eugene F. & French, Kenneth R. (1992):

The Cross-Section of Expected Stock Returns. The Journal of Finance, Band 47, Nr. 2, S. 427–465.

Fama, Eugene F. & French, Kenneth R. (2015):

A five-factor asset pricing model. Journal of Financial Economics, Band 116, Nr. 1, S. 1–22.

Ferreira, Miguel A. & Matos, Pedro & Pires, Pedro (2018):

Asset Management Within Commercial Banking Groups: International Evidence. The Journal of Finance, Band 73, Nr. 5, S. 2181–2227.

Frazzini, Andrea & Kabiller, David & Pedersen, Lasse Heje (2013):

Buffett's Alpha. Arbeitspapier, <http://www.nber.org/papers/w19681> (Dezember 2017).

Goltz, Felix & Le Sourd Véronique (2010):

Does Finance Theory Make the Case for Capitalisation-Weighted Indexing?

Studie, <https://www.edhec.edu/sites/www.edhec-por-tail.pprod.net/files/publications/pdf/com.univ.collaboratif.utils.LectureFichiergw%3FD1328885972802jpg> (Dezember 2017).

Harvey, Campbell R. & Liu, Yan & Zhu, Heqing (2016):

...and the Cross-Section of Expected Returns. The Review of Financial Studies, Band 29, Nr. 1, S. 5–68.

Israel, Ronen & Jiang, Sarah & Ross, Adrienne (2017):

Craftsmanship alpha: An Application to Style Investing.

Arbeitspapier, https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3034472 (Dezember 2017).

Jaconetti, Colleen & Kinniry Jr., Francis M. & Zilbering, Yan (2010):

Best practices for portfolio rebalancing.

Studie, <https://www.vanguard.com/pdf/icrpr.pdf> (Dezember 2017).

Sharpe, William F. (1964):

A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. The Journal of Finance, Band 19, Nr. 3, S. 425–442.

Sharpe, William F. (1991):

The Arithmetic of Active Management. Financial Analysts Journal, Band 47, Nr. 1, S. 7–9.

Sichert, T. & Meyer-Cirkel, A. (2016):

Calculating the Global Market Portfolio.

Studie, https://saalt.net/wp-content/uploads/2016/04/GMP_report.pdf (Dezember 2017).

Soe, Aye M. & Poirier, Ryan (2016):

SPIVA U.S. Scorecard Year-End 2016.

<http://us.spindices.com/spiva/#/reports> (Dezember 2017).

White (2017):

Merton on Fintech, Retirement, More.

<https://www.top1000funds.com/featured-homepage-posts/2017/11/27/merton-on-fintech-retirement-more/> (Dezember 2017).

Rechtliche Hinweise

Steuerliche Anmerkung

Kapitalerträge sind einkommenssteuerpflichtig und müssen nach jeweils geltendem Steuerrecht unter Berücksichtigung des jeweiligen Wohnsitzlandes des Auftraggebers deklariert werden, unabhängig davon, in welchem Land die Erträge erzielt worden sind. Eine weitergehende Beratung in steuerlichen oder rechtlichen Angelegenheiten übernimmt die quirion AG nicht.

Hinweise zu Risiken

Sie sollten, bevor Sie sich für eine bestimmte Vermögensanlage entscheiden, sich der Risiken bewusstwerden, die diese mit sich bringt. Die Basisrisiken sind folgende: Konjunkturrisiko, Inflationsrisiko, Länder- und Transferrisiko, Währungsrisiko, Volatilität, Liquiditätsrisiko, psychologisches Marktrisiko und steuerliches Risiko.

Disclaimer

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung der quirion AG. Es stellt keine Anlage(strategie)-Empfehlungen im Sinne des Paragraphen 85 WpHG, keine Anlageberatung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Dieses Dokument dient ausschließlich Diskussionszwecken. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung.

Dieses White Paper ist nicht zur Verbreitung an Staatsbürger der USA oder Kanada oder in diesen Ländern ansässige Personen bestimmt und ist nicht an diese zu richten. Eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird von der quirion AG nicht übernommen.

Die Vervielfältigung und Weiterverbreitung dieses Dokuments ist nicht erlaubt. Kein Teil darf (auch nicht auszugsweise) ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung der quirion AG nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise.

Stand: Dezember 2025

quirion.de