

# insoro Investmentprozess technical Lightpaper

STAND: 19.12.2018



# ABSTRACT

DIESES PAPIER BESCHREIBT DIE GRUNDLEGENDEN HINTERGRÜNDE DER VON INSORO GMBH ÜBER INSORO.COM INCL. ALLER SUBDOMAINS UND ALIASE ANGEBOTENEN SERVICES UND DIENSTLEISTUNGEN. DAS ZIEL DIESER SERVICES UND DIENSTLEISTUNGEN IST ES, DEM KUNDEN BERATUNGSLEISTUNGEN DURCH EINE KONSEQUENT AN WISSENSCHAFTLICHEN ERKENNTNISSEN AUSGERICHTETE, DIGITALE PLATTFORM ZU BIETEN, OHNE DABEI VON INTERESSESKONFLIKTEN BEEINFLUSST ZU SEIN. DAS ZIEL DIESES DOKUMENTS IST ES, DIE WISSENSCHAFTLICHEN GRUNDLAGEN UND WICHTIGSTEN HINTERGRÜNDE UNSERER ALGORITHMEN IN EINER FÜR DEN KUNDEN VERSTÄNDLICHEN SPRACHE DARZUSTELLEN.

# INHALTSÜBERSICHT

<b>1</b>	<b>GENERELLE KAPITALMARKTANNAHMEN, EFFIZIENTE MÄRKTE UND KOSTEN ALS HAUPTFAKTOR. ....</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>UNSER FRAMEWORK FÜR EINE OPTIMIERTE GELDANLAGE: MODULAR UND ANLEGERINDIVIDUELL .....</b>	<b>6</b>
<b>3</b>	<b>DATENQUELLEN UND ANLAGEUNIVERSUM. ....</b>	<b>7</b>
<b>4</b>	<b>RISIKOEINSTUFUNG .....</b>	<b>7</b>
<b>5</b>	<b>ASSET ALLOKATION .....</b>	<b>9</b>
<b>6</b>	<b>ETF SELEKTION. ....</b>	<b>10</b>
<b>7</b>	<b>KOSTENOPTIMIERUNG IM INVESTITIONSPROZESS. ....</b>	<b>11</b>
<b>8</b>	<b>LITERATUR .....</b>	<b>12</b>

# GENERELLE KAPITALMARKTANNAHMEN, EFFIZIENTE MÄRKTE UND KOSTEN ALS HAUPTFAKTOR

Die Vermehrung von Vermögen durch Kapitalmarktanlagen ist ein seit jeher in der finanzwissenschaftlichen Forschung und den angrenzenden Wissenschaften diskutiertes Thema. In der Literatur finden sich Evidenzen, dass einige Fondsmanager bzw. professionelle Vermögensverwalter durch gezielte Auswahl von Vermögenswerten (auch: Stock-Picking) oder gezielte Markt Ein- und Austritte (auch: Market-Timing) risikoadjustierte Überrenditen (vor zusätzlichen Kosten) erzielen können.<sup>1</sup>

Unbestritten liegt jedoch die durchschnittliche Performance der Gesamtheit aller professionellen Vermögensverwalter und Fondsmanager nach Kosten deutlich unterhalb Ihrer sogenannten Vergleichsbenchmarks.<sup>2</sup> Dieses Phänomen lässt sich mit einfachster, mathematischer Logik erklären und gilt zwangsläufig für alle Kapitalmärkte sowohl für die Vergangenheit als auch die Zukunft: Summiert man die Renditen aller Kapitalmarktanleger weltweit, erhält man die durchschnittliche Markttrendite für eine gegebene Periode. Da eine höhere Rendite nur dann möglich ist, wenn ein anderer Marktteilnehmer eine geringere Rendite erwirtschaftet, gilt für alle Marktteilnehmer grundsätzlich, dass der Erwartungswert bzw. die durchschnittlich zu erzielenden Renditen sich durch die Markttrendite abzüglich Kosten ergibt.<sup>3</sup>

1 Vgl. Elton et al. (1996) und Grinblatt & Titman (1992)

2 Vgl. exemplarisch Sharpe (1991), French (2008), Fama & French (2010)

3 Vgl. Malkiel (1973), Sharpe (1991) und Bogle (2007)

Das systematische Erzielen höherer risikoadjustierter Renditen für private Anleger wäre demnach nur dann möglich, wenn es sich im Vorfeld prognostizieren ließe, welche Marktteilnehmer es in Zukunft schaffen, eine höhere risikoadjustierte Rendite als die Marktrendite zu erzielen. Diese Problemstellung wurde und wird in der finanzwissenschaftlichen Literatur seit Jahren kontrovers diskutiert.<sup>4</sup>

Die Anlagestrategien von insoro folgen der Auffassung, dass nach Adjustierung um das sogenannte Survivorship-Bias und den Momentum-Effekt, aktuell keine Möglichkeit besteht die Performance von aktiven Anlagestrategien für die Zukunft sicher vorherzusagen.<sup>5</sup>

insoro setzt daher auf eine konsequente Kostenoptimierung von Vermögensanlagen und setzt wissenschaftlich fundierte Verfahren zur Portfolio- und Risikosteuerung ein, die grundsätzlich das Ziel haben, möglichst kosteneffizient die Marktrendite abzubilden und dabei eine möglichst gute Rendite im Vergleich zum eingegangenen Risiko zu erreichen.

Die von insoro angebotenen Services empfehlen ausschließlich kostengünstige ETF Produkte bzw. diversifizierte Indexinvestitionen bei der Allokation von Anlagestrategien.

4 Vgl. Carhart (1997), Grinblatt & Titman (1992)

5 Vgl. Malkiel (1973), Sharpe (1991), Carhart (1997), French (2008) und Fama & French (2010)

# UNSER FRAMEWORK FÜR EINE OPTIMIERTE GELDANLAGE: MODULAR UND ANLEGERINDIVIDUELL

ETFs haben neben Ihrer geringen Kostenstruktur noch einen weiteren großen Vorteil. Es gibt sie in vielen verschiedenen Ausprägungen und es lassen sich nahezu unbegrenzt individualisierbare Portfolien zusammenstellen. Von diesem Vorteil wird im aktuellen Umfeld der (digitalen) Vermögensberatung und Vermögensverwaltung allerdings nur geringfügig Gebrauch gemacht. Der Großteil der aktuell am Markt verfügbaren Angebote setzt Model-Portfolios bei der Allokation von Kunden ein, denen die Kunden automatisiert zugewiesen werden. Neben der fehlenden Individualisierung gegenüber der Kunden, fehlt bei aktuellen digitalen Lösungen weitestgehend auch der durch ETFs eigentlich erwünschte Kostenvorteil, da viele der digitalen Lösungen eine Gesamtkostenbelastung auf Portfolioebene von teilweise über 1 Prozent pro Jahr verursachen. Zusätzlich handelt es sich auch bei der Selektion von geeigneten ETF Produkten um einen Prozess, der stark von den Individualitäten des Anlegers abhängig sein sollte (siehe auch Abschnitt 6 dieses Dokumentes durch bestehende Dienstleistungen aber größtenteils ignoriert wird.

Das Angebot von insoro hat sich zum Ziel gesetzt, sowohl eine vollständige Individualisierbarkeit für die Allokation von Vermögenswerten und der ETF Selektion, als auch ein faires sowie transparentes Zahlungsmodell zu implementieren. Daher besteht die gesamte Customer

Journey bei insoro aus unterschiedlichen Modulen, die der Kunde frei nutzen und individualisieren kann. Bei insoro erhält damit jeder Kunde ein individuelles Wertpapierdepot anstelle von Model Portfolios und bezieht externe Beratungsleistungen an den Stellen, wo sie benötigt werden.

## 03 DATENQUELLEN UND ANLAGEUNIVERSUM

Im Rahmen des Optimierungsprozesses setzt insoro Algorithmen ein, die wiederum auf unterschiedliche Daten zurückgreifen. Für die Produktselektion bezieht insoro ETF Daten von dem Anbieter Morningstar und vergleicht insgesamt über 13.000 ETF-Listings. Neben diesen ETF Daten verfügt und berücksichtigt insoro proprietäre Datenbanken über Quellensteuersätze und Doppelbesteuerungsabkommen der für deutsche Anleger relevanten Fondsdomizile sowie einer Datenbank über die aktuellen Kostenstrukturen der Mehrzahl der in Deutschland ansässigen und zugelassenen Depotbanken.

## 04 RISIKOEINSTUFUNG

Grundlage einer angemessenen Vermögensberatung ist die adäquate Einschätzung des vom Kunden zu tragenden Risikos im Beratungsprozess. Um das Risiko des Kunden bestmöglich in seinem Interesse beziffern zu können, verwendet insoro einen dreidimensionalen Risikobewertungsprozess.

Quantitative Risikobetrachtung: Der erste zentraler Baustein in der Risikobetrachtung bei insoro sind die vermögensrelevanten Sachverhalte des Individuellen Kunden. Diese setzen sich insbesondere aus Einkommen, Vermögen, der verfügbaren Liquidität, den monatlichen Verpflichtungen sowie Informationen zu Ausbildung, dem Versicherungsstatus und zum Haushalt des Nutzers zusammen.

Qualitative Risikobetrachtung: Um auch die individuellen Risikobedürfnisse des Kunden berücksichtigen zu können, werden diese im zweiten Teil der Risikoeinschätzung über qualitative Fragen eingeschätzt. Essentieller Bestandteil sind dabei die individuelle Beurteilung von Volatilität, langfristiger Erwartungen und Sicherheit der Geldanlage.

Gamification: Da nicht in allen Fällen davon ausgegangen werden kann, dass die qualitative Selbsteinschätzung des Anlegers auch zutrifft, visualisiert insoro in einem dritten Schritt der Risikoeinschätzung des Kunden den Rendite-Risiko Zusammenhang über spielerische Elemente. Ziel dabei ist es, genauere Rückschlüsse auf die persönliche Risikoaffinität des Nutzers zu ziehen.

Ergebnis der Risikoeinstufung ist eine Risikokennzahl. Die Risikokennzahl ist jeweils eine ganzzahlige Nummer zwischen 2 und 50, wobei 50 für die höchste Risikostufe steht. Der Gewichtungsalgorithmus berücksichtigt bei der Berechnung ebenfalls die Erfahrungen und Kenntnisse des Anlegers welche im vierten Schritt der Risikoeinstufung abgefragt werden.



# ASSET ALLOKATION

Die Asset Allokation wird jeweils für einen Nutzer individuell in Abhängigkeit der Risikokennzahl (siehe Abschnitt 4XX) und seines Anlagebetrages berechnet. Insoro geht von einem positiv korrelierten Zusammenhang von Risiko- und Rendite aus. Ziel der Algorithmen ist es daher, für steigende Risikobereitschaft auch eine höhere durchschnittlich erwartete Rendite zu erreichen. Bei der Berechnung von individuellen Allokationen von Vermögenswerten (im Folgenden „Asset Allokation“) werden Anleihen und Aktien berücksichtigt. Der Risikoscore wirkt sich insbesondere auf die Größe des in der Asset Allokation enthaltenen Aktienanteils aus.<sup>6</sup> Ferner kann ein höherer Risikowert sowohl zu einem höheren Anteil von Fremdwährungspositionen , sowie einem höheren Anteil von Nebenwerten (sog. Small-Caps) führen. Die Veränderung des Fremdwährungsanteil kommt dabei auch durch eine möglicherweise höhere Gewichtung von Positionen in Schwellenländer oder sog. Frontiermärkten zu Stande. Zur Verbesserung des Rendite- Risiko Verhältnisses der Portfolios kommen teilweise Anlageklassen mit einer erhöhten Gewichtung sogenannter Risikofaktoren zum Einsatz. Dabei wird der in der finanzwissenschaftlichen Literatur vorherrschenden Meinung gefolgt, dass diese langfristig eine bessere Rendite-Risiko Kombination aufweisen.

$$EXT_t = a^c + \beta_{mkt}MKT_t + \beta_{HML}HML_t + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{UMD}UMD_t + \varepsilon_t^1$$

Ein weiterer zentraler Optimierungsfaktor bei der Berechnung der Asset Allokation sind die Investitionskosten. Da brokerabhängige Kaufkosten in Deutschland üblicherweise pro Transaktion abgerechnet werden, kann ein geringerer Anlagebetrag dazu führen, dass sich die Anzahl der in der Asset Allokation berechneten Portfoliobausteine verringert.

6 | Siehe Fama & McBeth (1973) und Ludvigson & Ng (2007)

7 | Siehe Carhart (1997)

# ETF SELEKTION

Für unterschiedliche Anlageklassen bleibt dem Anleger für alle relevanten Indizes die Wahl aus einer Fülle verschiedener ETF Produkten diverser Emittenten. Davon erscheinen die meisten Produkte mit formal zunächst identisch wirkenden Produkteigenschaften. Zwar müssen nach UCITS Regulierung in den Informationsmaterialien für ETFs bestimmte Kennzahlen veröffentlicht werden, die Anlegern bei der Investitionsentscheidung helfen sollen. In der Praxis sind diese Kennzahlen für eine Produktselektion allerdings nicht geeignet, da sie (a) nicht einheitlich berechnet werden, (b) nicht alle Kosten und Erträge enthalten und (c) keine anlegerindividuellen Unterschiede berücksichtigen.

Das insoro ETF Selektionsmodul soll dem Anleger bei dieser Entscheidungsfindung helfen, indem die veröffentlichten Kennzahlen um objektiv messbare Kosten- und Ertragseffekte bereinigt werden, sofern diesbezüglich Daten vorliegen. Dies sind beispielsweise Wertpapierleiherträge, Quellensteuer- und sonstige Besteuerungseffekte sowie Einflüsse der Replikationsmethoden auf die Kostenstruktur.<sup>8</sup>

Unter Berücksichtigung der vom Anleger verfolgten Anlagestrategie, insbesondere der Anlagedauer und der zu erwartenden Häufigkeit von Portfoliotransaktionen, wird zudem zwischen laufenden und einmaligen Kosten (insbesondere Spreads) abgewogen, um die Gesamtkostenbelastung des Anlegers zu optimieren.

Zudem steht dem Anleger offen, individuelle Beschränkungen bei der Auswahl von ETFs zu einzusetzen, um so auch individuelle Wünsche oder Richtlinien einhalten zu können. Diese sind zum aktuellen Zeitpunkt insbesondere die vom Fonds aktuell Verwalteten Vermögenswerte (AuM), die Replikationsmethode sowie die Verwendung von Dividenden auf Fondsebene.

8 Vgl. Petajisto (2017).

# KOSTENOPTIMIERUNG IM INVESTITIONSPROZESS

Als zusätzlichen Services bietet insoro Berechnungsmöglichkeiten zur Kostenoptimierung im Investmentprozess. Zum aktuellen Zeitpunkt betrifft dies insbesondere die Kalkulation der erwarteten Handelskosten für gegebene ETF Portfolios bei verschiedenen deutschen Brokern. Da die Preis- und Leistungsverzeichnisse der gängigen Broker in Deutschland zum aktuellen Stand nicht automatisiert in die Datenbanken übertragen werden können, ist der letzte Stand der Datenaktualisierung zu beachten, der jeweils auf der Website ausgewiesen wird.

# LITERATUR

Edwin J. Elton, Martin J. Gruber and Christopher R. Blake, *The Journal of Business*, Vol. 69, No. 2 (Apr., 1996), pp. 133-157

Mark Grinblatt and Sheridan Titman, *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5 (Dec. 1992), pp. 1977-1984

Kenneth R. French, *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4 (Aug. 2008), pp. 1537-1573

Kenneth R. French, Eugene F. Fama, *The Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5 (Oct. 2010), pp. 1915-1947

John C. Bogle, A question so important that it should be hard to think about anything else, *Journal of Portfolio Management* Vol. 34 (Winter 2008), 95–102.

Mark M. Carhart, On Persistence in Mutual Fund Performance, *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1 (Mar., 1997), pp. 57-82

Eugene F. Fama, James D. MacBeth, Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests, *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3 (1973)

Sydney C. Ludvigson, Serena Ng, The empirical-risk-return relation: A factor analysis approach, *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, No. 1 (Jan. 2007), pp. 171-222

Antti Petajisto Inefficiencies in the Pricing of Exchange-Traded Funds (FAJ 2017)