

# **Passive, verantwortungsvolle und online Kapitalanlagen: Das Blogbuch**

von Prof. Dr. Dirk Söhnholz vom 6. August 2021



## INHALT

Inhalt.....	1
Einleitung .....	6
3 Jahre Diversifikator: Gute Rendite, aber „80% anders“ ist schwer zu verkaufen (1-2019).....	9
13 zeb-Fragen an Diversifikator (5-2020) .....	17
Soehnholtz ESG GmbH statt Diversifikator (4-2021) .....	20
Interessante Themen, die es noch nicht auf Fachkonferenzen geschafft haben (10-2016).....	20
Finanzwissen kann schaden (8-2020).....	22
ESG Video: 16 falsche ESG Thesen und konsequent verantwortungsvolle Investmentlösungen (8-2020) .....	27
ESG Video 2: Regulierungsprävention für Vermögensverwalter .....	27
(10-2020) .....	27

Investmentphilosophie .....	27
Es gibt keine völlig passive Kapitalanlage (8-2014) .....	28
Definition und Kategorisierung von Evidenz-Basierter Kapitalanlage (12-2016) .....	29
Konzeptionell-regelbasierte Small-Data Portfolios versus Big-Data Evidence-Based Investing (EBI) (12-2016) .....	30
Evidence based investment analysis (EBIA): A new term every financial analyst and investor should know (6-2018) .....	32
Evidence Based Investment Analysis - New (first?) online trainings available (9-2018) .....	35
Finanzanalysten und Produktanbieter könnten Probleme mit Evidence Based Investment Analysis (EBIA) haben (7-2018) .....	36
Evidence Based Investment Analysis: >20 kostenlose Lernvideos (7-2021) .....	41
Professionelles Multi-Asset Management ist kein Erfolgsgarant (8-2016).....	43
Dürfen Profis prognosefrei anlegen? (9-2014) .....	44
Investmentphilosophie: Prognosefans sollten prognosefreie Portfolios nutzen (6-2018) .....	45
Regeltransparenz ist wichtiger als Positionstransparenz (8-2014) .....	48
Logische und verantwortungsvolle statt „pseudo-optimierte“ Geldanlagen (4-2017) .....	49
PRISC – Policy for Responsible Investment Scoring: Die Taxonomiealternative von der DVFA (4-2020) .....	53
Kann institutionelles Investment Consulting digitalisiert werden? Beispiele. (3-2019) .....	59
Asset Allokation .....	65
Eine weitere „Generation“ von Asset Allokation bzw. Management (8-2014).....	65
Das „most passive“ kapitalgewichtete All-Asset Portfolio (7-2016).....	66
Multi-Asset Benchmarks: Gibt's nicht, will keiner. Oder doch? (7-2018).....	67
Verantwortungsvolle als einzige offizielle Geldanlage-Benchmarks: So kann die Welt ganz einfach verbessert werden (3-2019) .....	70
Das Weltmarktportfolio ist ein Renditeportfolio (9-2016) .....	74
Goal-Based Investing führt zu niedrigen Aktienquoten (7-2016) .....	76
Komplexe Strategien sind gut für Anbieter aber schlecht für Anleger (8-2016).....	77
Passive Asset Allokationen sind besser als aktive (1-2020) .....	79
Hohe Anforderungen an gute Asset-Allokationen von (Robo-) Portfolios (12-2016).....	82
Robo-Advisors: Weniger Modernität und Transparenz als gedacht (12-2018).....	87
Robo-Advisors sind nicht unbedingt besser als traditionelle Portfoliomanager (10-2016).....	89
Einfaches Risikomanagement kann erstaunlich gut funktionieren (9-2016) .....	91
Risikomanagement: Aktiv ist schlechter als passiv (Robo-Advice)(12-2018).....	93
Immobilienaktien und REITs werden zu Unrecht vernachlässigt (8-2014) .....	97
Immobilien auch Long/Short, mit Overlays und nach ESG-Kriterien (12-2017).....	98
Infrastruktur-Aktien sind ein guter Zugang zu einer attraktiven Anlageklasse (8-2014).....	100
Auch Privatkunden sollten in Infrastruktur investieren (2-2015) .....	101
Infrastruktur-Trusts als neues Anlagevehikel (3-2015) .....	102
Eine Multi-Faktorallokation ist nicht besser als eine Allokation nach Anlageklassen (2-2015) .....	104
Manager- und Fondsselektion .....	106
5 Einstiegsfragen bei der Fondsselektion (10-2014) .....	106

Fondsmanager bzw. Robo-Advisors sollten aus wissenschaftlichem Research lernen (11-2016) .....	107
Fondskosten sind wichtig aber nicht transparent (8-2015).....	109
Theoretische versus praktische Unterschiede von ETF-Portfolios (8-2014) .....	110
Ranking-Momentum und Risikoranglisten sind wichtiger als Performanceranglisten (11-2014).....	111
Institutionelle Sparpläne ermöglichen Investments in neue Fonds (4-2015) .....	112
Wie kommt das Neue in die Fonds-Welt? (12-2014) .....	113
Geldanlageinnovationen sind einfacher, als gedacht (7-2018).....	114
Wie sollte man 3.000 Euro langfristig anlegen? (8-2018).....	118
SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance (12-2020).....	119
Drittes SDG ETF-Portfolio: Konform mit Art. 9 SFDR (4-2021) .....	124
Wertpapierselektion und mit Fokus auf ESG und Impact .....	127
Smart Beta bedroht vor allem Single-Assetklassen Portfoliomanager (10-2014).....	127
Gute Faktorinvestments sind schwierig (6-2015) .....	129
Sind Faktor- bzw. Smart-Beta ETFs Gut für Anbieter aber schlecht für Anleger? (7-2016) .....	131
Taxonomie verantwortungsvoller Geldanlagen: Praxisorientierter Vorschlag (9-2018) .....	132
Nachhaltigkeitstaxonomie der EU: Positive Aspekte aber insgesamt enttäuschend (6-2019) .....	138
ESG Regulierungsanregung: Globaler agieren, Wissen besser nutzen und weniger Bürokratie (7-2020).....	141
ESG Boni abschaffen und mehr radikale Vorschläge (3-2021).....	145
ESG-Kritik: Über 20 Falschaussagen (2-2020) .....	150
<b>ESG first or „Responsible investments: No excuses left“ (3-2020).....</b>	<b>152</b>
Divestmentkritik: Populäre aber falsche Kritik an verantwortungsvollen Geldanlagen (9-2019).....	156
EU Klimaindizes und ESG Indexverordnung: Offizielles Greenwashing? (6-2019) .....	157
Sichere Geldanlage mit nachhaltigen Aktien? (3-2021) .....	161
Verantwortungsvolle Investments im Vergleich: SRI ETFs sind besser als ESG ETFs (12-2018).....	163
ESG-Ratings: Kritik an Flossbach Kritik (10-2018) .....	167
Weder Greenwashing noch Greenbashing: Kritik an Flossbach Kritik (2-2019).....	169
Haben Fondsanbieter Angst vor ESG-Reportingtransparenz (6-2019)? .....	174
Ein quantitativer Responsible Investment Ansatz (9-2014).....	175
Governance ist der wichtigste ESG Rendite- bzw. Risikofaktor (8-2014) .....	176
Es gibt noch viel zu tun in Bezug auf verantwortungsvolle Anlagen (9-2014) .....	177
PureESG ist besser als als SmartESG (8-2018) .....	178
Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios brauchen keine Outperformance. ESG ETF-Portfolio mit sehr guter Performance. (1-2017) .....	181
Neues passives Deutsche Aktien ESG Portfolio: Fokus auf gute Unternehmensführung (2-2017).....	182
Ein konsequentes ESG-Portfolio aus weltweiten Kern-Infrastrukturaktien kann sehr attraktiv sein (2-2017).....	186
Erstes konsequent verantwortungsvolles ESG-Portfolio aus Immobilienaktien (2-2017) .....	188
Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank"(8-2019) .....	192
Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität (7-2020) .....	198
<b>Absolute and Relative Impact Investing and additionality (7-2020) .....</b>	<b>203</b>
PureESG" und "Reverse-ESG-Integration": Beweisumkehr nötig! (7-2018) .....	208

Sehr gute "pure" ESG Performance und Diversifikators Regeländerungen für 2018 (1-2018) .....	212
Regeländerungen für 2019: Die Portfolios mit den wohl strengsten ESG Anforderungen (1-2019) .....	215
Tolle 2019er ESG Performance (1-2020) .....	219
Passive Allokationsportfolios und ESG: Relativ gut in Q1-2020 (4-2020) .....	223
ESG Halbjahr: Relativ gute Performance passiver Allokations- und strenger ESG Portfolios (7-2020) .....	228
ESG-Portfolios 1-9/20: Deutsche Aktien performen besonders gut (10-2020).....	230
12 Impact- und ESG Portfolios online (12-2020).....	233
Impact ETF Portfolio +18% in 2020 (1-2021) .....	236
Q1 ESG: Pure globale Aktien ESG Portfolios mit besonders guter Performance (4-2021) .....	239
ESG & SDG Q2: Einige der 15 nachhaltigen Portfolios mit besonders guter Performance (7-2021).....	242
Conscious Fintech? 5 Jahre Diversifikator (1-2021) .....	244
ESG SDG: Sehr konsequente Aktienportfolios (2-2021) .....	250
Verantwortungsvolle Geldanlage kann einfach, günstig und gut sein (11-2017) .....	256
Bedroht die EU (ESG) Regulierung aktives Assetmanagement? (2-2018) .....	260
Warum Privatkunden nicht aktiv nach ESG-Portfolios fragen (6-2017) .....	267
ESG-Paradox: Einfach zu verkaufen und trotzdem nicht angeboten (10-2018).....	268
Passivkritik: Passiv und ESG sind "gut"! (11-2018).....	271
CSR und ESG: Verantwortungsvolle Geldanlageangebote für Mitarbeiter und Kunden (12-2018) .....	277
ESG als Chance oder Bedrohung für aktive Fondsanbieter? (3-2019).....	280
ESG-Investments: Warum weder aktive Fonds noch ETFs ideal sind (6-2019) .....	282
ESG-Kritiker: Große aktive Fondsanbieter in der Defensive (3-2020) .....	286
Direct ESG Indexing: Die beste ESG Investmentmöglichkeit auch für Privatkunden? (4-2019).....	289
Dividendenportfolios sind immer (noch) sinnvoll (5-2017) .....	291
Morningstar-Experte empfiehlt Gebührensenkungen, konzentriertes Smart-Beta und Solution-Fonds (11-2016) .....	292
Musterportfolios von Profis können sehr attraktiv sein (9-2014).....	294
Mit Modellportfolios kann man sehr viel Geld verdienen (3-2018).....	295
Modellportfolios in Großbritannien: Ein sehr großer, wachsender und profitabler Markt (3-2018).....	297
Musterportfolios haben Vorteile gegenüber Fonds (3-2018).....	299
Modellportfolio-Robos sind besser als „normale“ Robo-Advisors (12-2018) .....	306
Robo-Advisors sind eine Konkurrenz für Fondsanbieter und Individuelle Vermögensverwalter (11-2016)...	310
Persönliche und Robo-Beratung.....	312
Robo-Advisor Definition und Klassifikation (5-2015) .....	312
Bieten Robo-Advisors eine bessere Beratung an als traditionelle Anbieter? (10-2016) .....	314
Schwankungen sind tolerierbar, Intransparenz nicht (8-2017) .....	318
Deutscher Robo-Vergleich: Investmentphilosophien und viele weitere Unterschiede (7-2016).....	320
Deutsche Robo-Advisors adressieren die falschen Zielkunden (9-2016).....	323
Vermögensverwalter: Hohe ETF-Nutzung und viel Interesse an Robo-Beratung (4-2017) .....	325
Wie Robo-Advisors und Banken kooperieren können (Hybrid-Modelle)(April-2016).....	326
Der erste deutsche B-B Robo-Advisor (3-2016) .....	333

Börseneinsteigertipp: Auch Anfänger können nachhaltig anlegen (9-2019) .....	334
Ein "Robo Advisor" mit ESG-Fokus und ohne (US) Vorbild (6-2018) .....	338
Robo Advisors: Lieber mehr Transparenz als mehr Regulierung (5-2018) .....	341
Harsche Banken- aber auch Robo-Advisor-Kritik der EU (4-2018) .....	345
Fünf Anti-Robo Strategien für traditionelle Anbieter(10-2016).....	347
Hybridmodelle: Worauf traditionelle Finanzdienstleister bei Robo-Advisors achten sollten (5-2017).....	350
Robo-Angebote durch Banken haben viel Potenzial (11-2016) .....	352
Robo-Advisors sind für Direktbanken nur bedingt attraktiv (5-2016) .....	354
Vermögensverwalter können mit „Robo-Support“ stark wachsen (8-2016).....	355
Robo-Advisors sind auch für deutsche Asset-Manager interessant (5-2016).....	357
Versicherungen sollten mit Robo-Advisors kooperieren (4-2016).....	359
Robo-Advisors zur Fondsvermittler- und Berater-Unterstützung (5-2016).....	361
Robo-Support für Berater vermögender Anleger (8-2016) .....	362
Auch Tippgeber können von Robo-Advisors profitieren (5-2016) .....	364
Robo-Advisor Unterstützung für die betriebliche Altersvorsorge (bAV) (4-2016) .....	365
Auch Firmenkunden können Robo-Advisors nutzen (5-2016).....	366
Robo-Advisors sind auch für Stiftungen interessant (4-2016) .....	367
Robo-Advisors sind auch für Family Offices attraktiv (4-2016).....	369
Anlageberater, Robo Advisors oder Modellportfolios: Wer wird gewinnen? (5-2018).....	371
Aktiv-traditionell-offline ändert sich in passiv-ESG-online Kapitalanlagen (4-2018).....	376
Deutsche Robo Advisors werden sich stark verändern (8-2018) .....	380
Von US Robo-Advisors können wir viel lernen (9-2018).....	383
Robo-Boom statt Robo-Sterben (10-2018).....	386
Statt Kannibalisierung: ESG-Robo oder Alternatives-Robo? (2-2019).....	390
Robo-ESG: Verantwortungsvolle Online-Investments im Vergleich (8-2019/7-2020) .....	392
Personalisierung: Können nur Nackte reich werden? Oder: Fremd- versus Selbstpersonalisierung (9-2018).....	397
Startupradio-Beitrag: Wealth-Tech ist mehr als Robo-Advice (7-2017) .....	400
Auszeichnung für Diversifikator als eines der 100 innovativsten Wealthtech Unternehmen weltweit (4-2019) .....	400
Diversifikator wieder unter den innovativsten Wealthtech100 der Welt (4-2020) .....	403
Wealthtech für Multimillionäre (2-2018) .....	405
Fintechs für institutionelle Anleger (3-2018).....	408
Über 70 interessante Fintechs für institutionelle Anleger (7-2020).....	409
Tolle kostenlose Daten und Tools für Anleger und Berater (10-2017).....	410
Robo-Tools: Was beim Kauf zu beachten ist (3-2018).....	411
Liste mit über 50 Fintechs für institutionelle Kapitalanleger (4-2018).....	416
Sind Machine Learning und Big Data schlecht für Kapitalanleger? (1-2018).....	417
Datenschutz und Regulierung von Robo-Advisors (11-2015) .....	420
Datenschutz: Kann man alle Daten zurückholen? (12-2016).....	422
Eine Servicepauschale ist attraktiver als ein Honorar-Stundensatz (10-2015) .....	424

MIFID II: Tuning für etablierte Banken? 20 Thesen (8-2017).....	427
Institutionelles Herding ist ein viel größeres Problem als Algo-Herding oder Robo-Herding (7-2017).....	429
Kann man den Markt schlagen? oder „Nur passiv kann man outperformen“ (8-2018).....	432
Passivrisiken: Sind Regulatoren schuld? (11-2018).....	436
Altersvorsorge .....	438
Die private Altersvorsorge muss besser werden (10-2014).....	438
Test-it-yourself: Renten-Tools bzw. mehr Aktien für Alte (12-2016) .....	440
Wir brauchen eine "Zukunftspartei", die sich wirklich für die Zukunftssicherung einsetzt (1-2015).....	443
Die private Altersvorsorge muss besser gefördert werden (8-2014) .....	444
Schuldenabbau: Wir brauchen ein Enkelministerium (9-2017) .....	445

## EINLEITUNG

Dieses Buch beinhaltet fast alle eigenen Blogbeiträge, die ich in der Zeit seit August 2014 geschrieben habe. Es ergänzt [„Das Söhnholz ESG und SDG Portfoliobuch“](#)<sup>1</sup> mit den Grundlagen meiner Portfolios und das grundsätzlichere „Diversifikationsbuch“<sup>2</sup>. Neu hinzugekommen ist das Soehnholz ESG und Impact Researchbuch.

### Start und Gliederung

Im ersten Blogmonat waren Asset Allokation, Smart Beta, verantwortungsvolles Anlegen und Robo-Advisors die Themen meiner Beiträge. Smart Beta bzw. Faktorinvesting ist im Lauf der Zeit etwas weniger wichtig für mich geworden, aber die anderen drei Themen stehen auch weiterhin im Vordergrund des Blogs.

Ich habe die Beiträge unabhängig von ihren Veröffentlichungsdaten in die Kapitel Investmentphilosophie, Asset Allokation, Fondsselektion, Wertpapierselektion, persönliche und Robo-Beratung sowie Altersvorsorge gruppiert. Einige Beiträge wurden leicht überarbeitet bzw. aktualisiert.

### Asset Allokation

Seit meinem Start in der Finanzbranche im Jahr 1999 verfolge ich ein weitgehend passives systematisch-prognosefreies Asset- bzw. Portfoliomanagement. Bis 2015 stand dabei die naive

<sup>1</sup> Erste Version vom 1.1.2018, siehe „Archiv“ im Detailmenu auf [www.soehnholzesg.com](http://www.soehnholzesg.com)

<sup>2</sup> Dirk Söhnholz; Sascha Rieken; Dieter Kaiser: Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion: Das Diversifikationsbuch, Gabler 2010

Asset Allokation im Vordergrund, also eine Gleichverteilung auf Anlagesegmente. Außerdem ist mein Vorgehen evidenz<sup>3</sup> bzw. datenbasiert.

Seitdem habe ich meinen Ansatz weiterentwickelt. So steht jetzt das sogenannte most-passive Weltmarktportfolio am Anfang meiner Asset Allokation und gute Anlagekonzepte bzw. -regeln sind mir wichtiger als gute Vergangenheitsdaten.

Die genutzten Regeln basieren dabei auf wissenschaftlichen Analysen und fremden und eigenen praktischen Erfahrungen. Zur Abgrenzung von diskretionären aber auch von quantitativen Kapitalanlagen hatte ich die erste Version dieses Buches „Regelbasiert-optimierungsfreie Kapitalanlage“ genannt.

## **Passive Kapitalanlagen**

Inzwischen bezeichne ich meine Anlagephilosophie als RETRO-Ansatz. Dabei steht RETRO für regelbasiert, evidenzbasiert, transparent, robust und optimierungsfrei. Eingängiger ist allerdings der Begriff „most-passive“. Das „most“ basiert auf der These, dass hinter passiven Portfolios immer Annahmen stehen, die nicht völlig „passiv“ bzw. personenunabhängig sein können.

Passive Kapitalanlage ist wissenschaftlich positiv besetzt, was für die Begriffe „optimierungsfrei“, „regelbasiert“ und „prognosefrei“ nicht unbedingt gilt. Für das Marketing bevorzuge ich daher den Begriff „passiv“. „Regelbasiert-optimierungsfrei“ ist jedoch aussagekräftiger und am „strengsten“: Passive Anlagen sind zwar immer regelbasiert, sie können aber grundsätzlich prognosebasiert (faktisch selten) oder optimierungsabhängig (häufig, z.B. viele Smart Beta Ansätze) sein.

## **Robo-Advice**

Regelbasiert-optimierungsfreie Portfolios eignen sich besonders gut für die Automatisierung: Klare Regelwerke sind transparenter und einfacher online umzusetzen als quantitative Optimierungsmodelle oder diskretionäre Entscheidungen. Online-Kapitalanlagen, die oft als Robo-Beratung bezeichnet werden, nehmen in Zukunft wohl weiter an Bedeutung zu. Sie sind daher der zweite Schwerpunkt des Buches. Dabei steht die Unterstützung von Beratern bzw. Vermögensverwaltern im Vordergrund, also sogenannte hybride bzw. B2B Konzepte.

## **ESG und PureESG**

Der dritte Schwerpunkt sind sogenannte verantwortungsvolle Anlagen, die auch als ESG (Environmental, Social und Governance) Investments bezeichnet werden. Mit diesem Thema befasse ich mich seit 2007, zuerst in Form eines „Sustainable“ Private Equity Dachfonds.

ESG-Anlagen performen typischerweise nicht schlechter als konventionelle Anlagen. Das wird zunehmend bekannter. Anlagen, die sich „nachhaltig“ o.ä. nennen, werden populärer. Aber es

---

<sup>3</sup> <http://prof-soehnholz.com/evidence-based-investing-interessant-fuer-alle-passiv-und- robo-advisor-fans/>



gibt meiner Ansicht nach bisher nur wenige überzeugende ESG Angebote für private Anleger. Sogenanntes [Greenwashing](#)<sup>4</sup> dagegen ist stark verbreitet. In Abgrenzung dazu nenne ich meinen Ansatz PureESG, d.h. für die Wertpapierselektion werden (fast) nur ESG Kriterien genutzt.

Da die Söhnholz ESG GmbH<sup>5</sup> inzwischen der deutsche Portfolioanbieter mit der wohl breitesten ESG Palette ist, wird dieses Thema künftig noch stärker im Vordergrund des Blogs stehen.

---

<sup>4</sup> <http://prof-soehnholz.com/esg-paradox-einfach-zu-verkaufen-und-trotzdem-nicht-angeboten/>

<sup>5</sup> Bis März 2021 Diversifikator GmbH genannt

### 3 JAHRE DIVERSIFIKATOR: GUTE RENDITE, ABER „80% ANDERS“ IST SCHWER ZU VERKAUFEN (1-2019)

Drei Jahre stimmt nicht ganz, aber „80% anders“ auch nicht. Wie anders Diversifikator ist, ist schwer zu messen und hängt vom Vergleichsmaßstab ab. Auch ob die Rendite wirklich gut ist, hängt von der jeweiligen Bezugsgröße ab. Selbst die drei Jahre sind nicht präzise, da die Firma erst Anfang März 2016 gegründet wurde. Die ersten Portfolios wurden aber Ende 2015 fertiggestellt und standen ab Mitte Februar 2016 online.

Den Marketingslogan „80% anders“ habe ich gewählt, weil Diversifikator vieles anders macht als kollektive (Fondsmanager, Assetmanager) und individuelle Vermögensverwalter aber auch als Robo-Advisors, von denen es Ende 2015 zumindest in den USA schon ziemlich viele gab.

#### **Erstens: Andere Investmentphilosophie**

Regelbasierte Investments sind transparent nachvollziehbar, wenn die Regeln offengelegt werden. **Diskretionäre Anlagestrategien** sind solche, die von Personen nicht voll regelbasiert getroffen werden. Sie sind meist wenig transparent und kaum vorhersehbar. **Quantitative Investmentstrategien** (Quants) können zwar voll regelbasiert sein. Ihre Manager legen aber die Regeln selten komplett offen („Blackbox“) und nutzen zudem meist viele Prognosen. Das gilt auch für sehr viele der sogenannten Smart-Beta oder Faktorstrategien. Prognosen sind aber schwierig, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen, heißt ein viel zitierter Spruch.

Und sogenannte Optimierungen haben das Problem, dass die Ergebnisse sehr stark von den Restriktionen der Modelle und den Dateneingaben/Prognosen abhängen. Sie sind daher eher Pseudo-Optimierungen.

Ich habe eine **regelbasiert-optimierungsfreie** Investmentphilosophie, wie man sie auch in vielen Indexfonds umgesetzt findet. Anders als viele Indexfondsanbieter, verfolge ich aber ausschließlich eine solche Philosophie (Details siehe [Das Diversifikator Buch](#)).

#### **Zweitens: Andere Asset Allocation**

Asset Allocation, also die Verteilung der Investments auf verschiedene Anlagesegmente, gilt als besonders wichtig für den Anlageerfolg. Ich habe Diversifikator gegründet, weil es bis Ende 2015 keine mich überzeugenden Asset-Allocation Modelle gab. Die von mir seit 1999 verfolgte „Naive“ Allokation, also die Gleichverteilung auf verschiedene Assetklassen (siehe [Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 101-110](#)), hat zwar oft gute Anlageergebnisse geliefert, ist

aber konzeptionell unbefriedigend. Hauptproblem: Bei einer solchen Allokation ist unklar, welche und wie viele unterschiedliche Assetklassen genutzt werden sollten.

Mit den Multi-Asset Portfolios von Diversifikator wird – meines Wissens weltweit erstmals öffentlich – die aggregierte Allokation aller Kapitalanleger weltweit nachgebildet. Es handelt sich also um kapitalgewichtete Multi-Asset Portfolios.

Die Allokationen zu den verschiedenen Anlagesegmenten werden mit kostengünstigen Indexfonds (Exchange Trade Fonds bzw. ETFs) umgesetzt. Damit handelt es sich wohl um die passivsten („most passive“) möglichen Multi-Asset Portfolios.

### **Drittens: Erstes öffentliches verantwortungsvolles ETF-Portfolio**

Die ersten drei Portfolios von Diversifikator waren das aus 19 ETFs bestehende Weltmarktportfolio (im Folgenden auch WMP) Basis, das Weltmarktportfolio 7 (heute „S“ genannt) und das ESG-ETF Portfolio (ESG steht für Environment, Social, Governance).

Das WMP Basis setzt die unabhängig gemessene Allokation aller Anleger über ETFs so um, dass diese mit einem Anlagevolumen von ca. einhunderttausend Euro kosteneffizient implementiert werden können. Weltmarktportfolio 7/S wurde aus dem Basisportfolio abgeleitet, um die Allokation auch für kleinere Anlagesummen ab etwa zehntausend Euro effizient investierbar zu machen (siehe „Mindestanlagen“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Zeitgleich wurde versucht, diese Allokation nur mit „verantwortungsvollen“ ETFs umzusetzen. Resultat war das meines Wissens weltweit erste derartige ESG ETF-Portfolio.

### **Viertens: Weitere innovative ETF-Portfolios**

Basierend auf Diskussionen mit Interessenten kamen weitere Ableitungen der Portfolios hinzu: Das WMP S ex Bonds für Anleger, die keine Anleihen mögen, das Alternatives ETF-Portfolio für Anleger, die nur ihre Allokation an alternativen Anlagen abdecken wollen, das WMP S „Stars“ Portfolio für Anleger, die nur besonders gut geratete ETFs in ihren Portfolios haben wollten und das wohl ebenfalls weltweit erste öffentliche Islamic ETF-Portfolio, das verantwortungsvoll ist, aber keine Banken bzw. hochverschuldeten Unternehmen enthalten sollte.

Zum Jahresende 2016 wurden diese 7 Portfolios um 3 weitere ergänzt: Das dividendenorientierte Equity Income (DW) ETF-Portfolio, das ausschüttungsorientierte Multi-Asset Portfolio WMP Income und das risikogesteuerte WMP Basis Trend.

### **Fünftens: Neuartige direkte ESG Aktienportfolios als ETF-Ersatz**

Zum Jahresende 2016 wurden außerdem erstmals direkte Aktienportfolios gestartet. Grund waren Lücken im ETF-Markt. So konnten wir keine ETFs finden, die Allokationen zu Immobilienaktien, Infrastrukturaktien oder auch Deutschen Aktien konsequent nach ESG-Kriterien ermöglichten. Daher haben wir solche Portfolios selbst entwickelt. Sie sind alle

streng-regelgebunden, fast ausschließlich durch ESG-Kriterien bestimmt (PureESG) und sie können mit wenig Handelsaktivität umgesetzt werden (passiv).

Für eine Stiftung haben wir nach den gleichen strikten Regeln ein globales Aktienportfolio mit 30 Titeln berechnet. Die Rückrechnungen waren attraktiv und haben besonders für die Top 5 Aktien nach ESG-Kriterien hohe Renditen gezeigt, so dass zum Mai 2017 zwei globale Aktienportfolios gestartet wurden. Mit dem zeitgleich gestarteten regelbasiert risikogesteuerten ESG ETF-Portfolio Trend stieg das Angebot damit auf insgesamt 16 Portfolios, davon 8 nach ESG Kriterien.

Damit war die kleine Firma Diversifikator wohl der deutsche Anbieter mit dem breitesten öffentlichen Angebot von ESG Portfolios.

### **Sechstens: Besonders strikte PureESG Portfolios**

Die direkten Aktienportfolios unterscheiden sich von „aktiv“ gemanagten verantwortungsvollen Portfolios vor allem dadurch, dass fast nur ESG-Kriterien zur Aktienselektion genutzt werden. Einen solchen puren ESG (PureESG) Ansatz haben auch verantwortungsvolle ETFs. Allerdings nutzen die ESG Aktienportfolios von Diversifikator mehr Ausschlüsse und haben meist höhere Anforderungen an E, S und G Kriterien als verantwortungsvolle ETFs, die in der Regel nur aggregierte ESG-Ratings nutzen. Bei solchen aggregierten Ratings können z.B. schlechte Umweltwerte durch gute Unternehmensführungswerte kompensiert werden (siehe z.B. [hier](#)).

### **Siebtens: Kein Outperformanceanspruch**

Statistiken zeigen immer wieder, dass aktiv gemanagte Portfolios/Fonds aber auch voll regelbasierte Produkte wie Faktor-ETFs (auch Smart-Beta Produkte genannt) einfache passive Benchmarks selten dauerhaft outperformen (aktuell siehe z.B. [hier](#)). Für die Vergangenheit findet man zwar immer Outperformer, aber die verlässliche Identifikation künftiger Outperformer ist kaum möglich.

Diversifikator strebt keine Outperformance kann, sondern bietet „most-passive“ Portfolios an, die selbst als Benchmarks dienen können. Dabei werden neue Portfolio vor allem dann entwickelt, wenn es noch keine relevanten ETFs gibt. Das gilt vor allem für Multi-Asset und passive verantwortungsvolle (ESG) Ansätze.

### **Achtens: Modell- statt Echtportfolios**

Modellportfolios sind in Deutschland, anders als z.B. in den USA oder Großbritannien, nicht besonders populär (siehe z.B. [hier](#)). Ich habe mich trotzdem für Modellportfolioangebote und gegen „Echtportfolios“ entschieden, weil sie einige Vorteile bieten. Hauptvorteil ist, dass man sie kostengünstig entwickeln und pflegen bzw. managen kann und somit relativ viele Portfolios

anbieten kann. So kann man als neuer und kleiner Anbieter eine Vielzahl von Kundenwünschen bedienen.

Das Geschäftsmodell von Diversifikator war von Anfang an auf den Vertrieb über Partner (B2B) ausgerichtet. Diese Partner können die Portfolios von Diversifikator in Form von kollektiven („Fonds“ oder standardisierter Vermögensverwaltung) oder individuellen Portfolios anbieten, auch online als automatisierte Robo-Advisors.

### **Neuntens: „Cash“ ohne Gebühren statt Anleihen als sichere Anlagen**

Ich betrachte Anleihen aufgrund von Kredit- bzw. Bonitätsrisiken von Emittenten und möglicher und vielfach erwarteter Zinssteigerungen, die zu Kursverlusten führen, nicht als „sichere“ Anlagen. Traditionelle Vermögensverwalter aber auch Robo-Advisors bezeichnen Anleihen dagegen oft als sichere Investments.

Außerdem halte ich Verluste für kritischer als Portfolioschwankungen (Volatilitäten) für Anleger. Anleger, die Verlustrisiken reduzieren wollen, sollten daher einen Teil ihres Geldes in sichere Anlagen investieren, als die ich grundsätzlich „Cash“, z.B. Tagesgeld, ansehe. Wenn man z.B. 50% Verluste am Aktienmarkt wie in 2008 für wahrscheinlich hält aber selbst nur 25% Verluste tolerieren möchte, sollte man nur die Hälfte seiner Geldanlage in risikobehaftete Investments wie Aktien und die andere Hälfte in Cash investieren.

Diese Überlegungen sind die Grundlagen der „Tools“ und allgemeinen Portfolioempfehlungen von Diversifikator. Dementsprechend verlangt Diversifikator Gebühren auch nur für die „Risikoanlagen“, also z.B. Weltmarktportfolios oder Aktienportfolios, nicht jedoch die Cashanteile.

### **Zehntens: Kein voller Robo-Advisor**

Ziel von Diversifikator war von Anfang an eine möglichst weitgehende Transparenz für Geschäftspartner und für deren Kunden. Das heißt, dass möglichst viele Informationen sieben Tage die Woche jeweils 24 Stunden online zugänglich sein sollten. Das führt allerdings zu viel Text, denn einen Index detailliert zu beschreiben erfordert mehr Dokumentation als das bei aktiven Managern und Quants übliche „Vertrauen Sie uns, wir machen das schon“.

Außerdem sollen auch Anleger Zugang zu den Portfolios bekommen, die sich keinen Anlageberater oder Vermögensverwalter leisten können oder wollen.

Diversifikator erbringt weder Anlageberatung noch Vermögensverwaltungsservices. Letzteres wird jedoch von echten Robo-Advisors erbracht. Allerdings können Portfolios von

Diversifikator durch Robo-Advisors angeboten werden. Diversifikator hilft bei Bedarf auch bei der Entwicklung solcher Robo-Advisors.

### **Elftens: No- bzw. Small Data Ansatz und Vertrauensprinzip**

Datenschutz ist Diversifikator sehr wichtig. Der beste Schutz der Daten besteht darin, gar nicht über sie zu verfügen. Diversifikator will daher möglichst keine Endkundendaten haben. Diversifikator vertraut darauf, dass direkte Nutzer aber auch Geschäftspartner die Services von Diversifikator ordnungsgemäß bezahlen.

### **„80% anders“ ist sehr schwer zu vermarkten**

Diese Aufzählung sollte deutlich machen, dass Diversifikator aus Überzeugung und nicht aus Marketingsicht 80% anders ist. Aus Vertriebsgesichtspunkten ist 80% anders sogar nachteilig, weil es offensichtlich vielem widerspricht, was bisher angeboten wurde. Weder Endkunden noch Berater, Vermögensverwalter oder Medien werden ohne Weiteres ihre bisherigen Überzeugungen bzw. Ansätze verwerfen.

Ich versuche daher, Diversifikators Portfolios als Ergänzung zu bisherigen Angeboten zu vermarkten. Bisher war ich damit aber noch nicht sehr erfolgreich. Da Diversifikator gut selbst finanziert ist, bin ich aber geduldig.

### **Die Rückrechnungen waren erstaunlich gut**

Potentielle Interessenten an den Portfolios sind oft skeptisch, wenn sie von den strikten Regeln der Portfolios hören (für ESG siehe z.B. [hier](#)). Sie erwarten eher schlechte Performances durch vermeintlich zu passive bzw. nicht aktiv risikogemanagte Anlagen (Weltmarktportfolios) bzw. zu geringe Diversifikation (ESG Aktienportfolios).

Solche passiven und wenige handelsintensiven Portfolios haben zumindest den Vorteil, dass man die einfachen Regeln gut zurückrechnen kann.

Die Rückrechnungen der meisten Portfolios von Diversifikator sehen attraktiv aus. Das ist erstaunlich, das jeweils nur eine einheitliche Regel zurückgerechnet wurde und keine „verbesserten“ Varianten gesucht wurden (Backtest-Optimierung bzw. Data Mining, siehe auch [hier](#)). Nur für die Trendfolgeportfolios wurde mehr als eine Regel zurückgerechnet, die aber alle dokumentiert wurden. Außerdem wurde nicht die beste Rückrechnung als Regelbasis gewählt, sondern die konzeptionell beste Regel (siehe [hier](#)).

### **Frei verfügbare Rückrechnungs- und Echtperformance-Tagesdaten**

Wie heißt es so schön: Glaube keiner Statistik, die Du nicht selbst gefälscht hast.

Ob ein Portfolio als erfolgreich eingeschätzt wird, hängt von mehreren Faktoren ab. Erstens ist die betrachtete Track-Record wichtig: Die Analyseperiode sollte nicht zu kurz sein und

idealerweise mehrere Marktphasen, also auch schlechte, beinhalten. Zweitens sollte die genutzte Benchmark passend sein. Außerdem kann man Renditen oder unterschiedliche Kennzahlen für risikoadjustierte Renditen als Vergleichsmaßstab wählen.

Wie weiter unten zu sehen ist, macht es einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit passiven Lösungen (ETFs) oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht. Für die Vergleiche mit aktiven Fonds nutze ich z.B. [Morningstar](#). Das dafür kostenlos zur Verfügung stehende Tool gibt allerdings nur Renditen zu einem Stichtag an. Für diesen Beitrag ist das der 16. Januar 2019.

Um Interessenten zu ermöglichen, eigene Analysen durchzuführen, stellen wir online eine Datei mit aktuellen und sogar Rückrechnungstagesdaten aller Portfolios zur Verfügung (siehe Excel-Download unter [Rückrechnungen](#)).

Hier sind meine subjektiven Grobanalysen:

### **3 Jahre Weltmarktallokation: Besser als Mischfonds, schlechter als 50/50, aber sehr gutes ESG ETF-Portfolio**

Das Weltmarktportfolio Basis hat in der analysierten Periode bis zum 16.1.2019 5,5% gewonnen, das Weltmarktportfolio S 5,7%, eine Kombination von 50% Aktien- und 50% Anleihe-ETFs aber sogar 9,2%.

Die schlechtere Performance kommt fast ausschließlich aus dem Jahr 2017. Anfang 2018 hatte ich dazu geschrieben: „Die Performance des Weltmarktportfolio Basis (+0,8%) und damit auch der daraus abgeleiteten Portfolios war im Gegensatz zum sehr guten Jahr 2016 nicht gut (das 50/50 ETF Benchmarkportfolio hat +4,8% erreicht). Da die Portfolios die Kapitalanlage aller Investoren weltweit abbilden, werden Währungskurse nicht gehedgt. Die hohe Allokation zum US Dollar hat sich daher in 2017 besonders negativ bemerkbar gemacht. Auch die aus dem „echten“ Weltmarktportfolio abgeleiteten recht hohen Allokationen zu alternativen Anlagen (Alternatives ETF-Portfolio +0,8%) wie Immobilien und Infrastruktur aber auch einige Rohstoffsegmente haben sich in 2017 im Gegensatz zu 2016 negativ ausgewirkt“ (siehe [hier](#)).

Globale flexible Mischfonds (EUR) hatten im Schnitt über drei Jahre aber eine schlechtere Rendite als die Weltmarktportfolios.

Das ebenfalls Anfang 2016 gestartete ESG ETF-Portfolio hatte mit +12.3% dagegen eine sehr gute Performance über die drei Jahre. Allerdings hat es davon profitiert, dass der Aktienanteil in 2016 durch mangelnde Verfügbarkeit von ESG ETFs überproportional hoch war.

### **2 Jahresperformance: Nicht alle Ableitungen des WMP haben sich bisher bewährt**

Das Weltmarktportfolio Basis Trend hat seit Auflage etwas weniger Verlust gemacht als das nicht risikogesteuerte Portfolio, aber es wäre ebenfalls von einer einfachen 50/50

Aktien/Anleiheallokation geschlagen worden. Das ESG ETF-Portfolio Trend war besser als das WMP Basis Trend, aber ebenfalls schlechter als 50/50.

Das WMP Stars mit ausschließlich Top gerateten ETFs hat etwas weniger Rendite gebracht als das vergleichbare WMP S. Das gilt auch für das WMP Basis Income im Vergleich zum WMP Basis. Das Equity Income (DW) ETF-Portfolio hat schlechter als reine Aktienportfolios wie das WMP S ex Bonds performt, aber leicht besser als dividendenorientierte Aktienfonds. Das WMP S ex Bonds hat auch globale Aktienfonds in der Rendite übertroffen. Das Alternatives ETF und das Islamic ETF Portfolio konnten noch nicht durch gute Renditen überzeugen.

### **ESG-Aktienportfolios überwiegend besser vergleichbare als traditionelle Fonds**

Die seit Ende 2016 laufenden puren ESG Portfolios für Deutsche Aktien und vor allem Infrastruktur haben traditionelle Fonds teilweise erheblich hinter sich gelassen. Das Immobilienaktien ESG Portfolio war etwas schlechter, was wohl vor allem an der hohen Allokation zu britischen Aktien lag. Die im Mai 2017 gestarteten globalen ESG Aktienportfolios haben sich gegenüber traditionellen Fonds ziemlich gut entwickelt, obwohl das aus nur 5 Aktien bestehende Global Equities ESG S Portfolio zwischenzeitlich schlecht gelaufen ist.

### **Gut diversifizierte globale Portfolios mit hohen E, S und G Ratings**

Seit Herbst 2017 berechnen wir „unsere“ Top 200 ESG-Aktien mit den Top 30 und Top 5 als separaten Unterportfolios. Aufgrund der Ende 2018 stark erhöhten Anforderungen an die ESG Kriterien (siehe [hier](#)), sind nur knapp 70 der Aktien aus 2018 auch 2019 wieder unter unseren Top 200. 38% sind US Aktien und 18% japanisch, 8 Aktien sind der Schweiz zuzuordnen und 6 Deutschland. Österreichische Aktien sind nicht vertreten.

Ein Drittel der 200 Aktien sind Finanzdienstleister und 15% Technologieunternehmen sowie 9% Immobilienaktien/REITs. Die Marktkapitalisierung Ende 2018 reicht von 18 bis zu 674 Mrd. EUR mit einem Durchschnitt von etwa 33 Mrd. EUR. Die durchschnittlichen E, S und G Scores sind 78, 74 und 79.

**Global Equities ESG** Portfoliozusammensetzung Anfang 2019: Nur 2 der Top 30 Aktien waren auch 2018 schon im Portfolio. Ein Drittel sind US-Aktien, 28% aus Europa, 20% aus Japan und 17% aus anderen asiatischen Ländern. Ein Unternehmen ist aus Deutschland, eines aus der Schweiz aber keines aus Österreich. 27% sind Finanzdienstleister, 17% Technologieunternehmen und 13% Immobilienaktien/REITs. Die Marktkapitalisierung Ende 2018 reicht von 2 bis zu 186 Mrd. EUR mit einem Durchschnitt von etwa 25 Mrd. EUR. Die durchschnittlichen E, S und G Scores sind 81, 78 und 91.

Zusammensetzung des **Global Equities S** Portfolios zu Anfang 2019: Keines der fünf Unternehmen aus dem Vorjahr ist 2019 im Portfolio geblieben. Zwei Unternehmen kommen aus den USA und je eines aus Australien, Deutschland und Großbritannien. Mit der deutschen Börse und der Australia und New Zealand Banking Group sind zwei Finanzdienstleister enthalten und mit Host Hotels & Resorts ist ein Immobilienunternehmen vertreten. Die



Marktkapitalisierung reicht von 11 bis 43 Mrd. EUR mit einem Mittelwert von 16 Mrd. Die durchschnittlichen E, S und G Scores sind 78, 78 und 93.

### **Gestrichene Liquiditäts- zu Gunsten höherer E, S und G Anforderungen für Deutsche, Infrastruktur- und Immobilienaktien**

**Deutsche Aktien ESG** Portfoliozusammensetzung Anfang 2019: Um die gewünschte Mindestanzahl von 15 Titeln im Portfolio zu erreichen, wurden die Anforderungen an die Liquidität der Wertpapiere für 2019 aufgehoben. Die Anzahl der Aktien im Portfolio ist von 2018 auf 2019 trotzdem von 25 auf 20 gesunken, da die ESG-Mindestanforderungen erhöht wurden (siehe Kapitel 3.3 im Diversifikator-Buch). 8 Aktien sind aus dem Portfolio herausgefallen: Continental, Osram, Diebold Nixdorf, Deutsche Lufthansa, GEA Group, Hamburger Hafen, Deutsche Wohnen und Telefonica Deutschland. Dafür kamen Infineon, Axel Springer und Scout24 hinzu. Finanzdienstleistungen sind mit 30% vertreten, andere Segmente mit eher geringen Portfolioanteilen. 11 der 20 Titel sind im DAX vertreten. Die Marktkapitalisierung Ende 2018 reicht von 1,6 bis 107 Mrd. Euro und liegt im Mittel bei etwa 27 Mrd. EUR. Die durchschnittlichen E, S und G Scores sind 84, 82 und 68.

**Real Estate ESG** Portfoliozusammensetzung Anfang 2019: Von den 30 Aktien bzw. REITs (im Folgenden unter Aktien zusammengefasst) sind nur 10 aus dem Vorjahr im Portfolio geblieben. Das neue Portfolio hat einen Anteil von 40% nordamerikanischen, 27% britischen, 23% EU und 9% asiatischen Aktien. Es enthält weder Aktien aus Deutschland, der Schweiz noch Österreich. Die Marktkapitalisierung Ende 2018 reicht von einer bis zu 25 Mrd. EUR mit einem Durchschnitt von 6 Mrd. EUR. Die durchschnittlichen E, S und G Scores sind 79, 73 und 75.

**Infrastructure ESG** Portfoliozusammensetzung Anfang 2019: Anfang 2019 sind trotz der gestrichenen Liquiditätsanforderungen nur noch 15 Aktien im Portfolio, da die ESG-Mindestanforderungen erhöht wurden (siehe Kapitel 3.3), davon nur 5 aus dem Vorjahr. 27% stammen aus Großbritannien und je 20% aus Hongkong, Japan und der EU. Weder die USA, Deutschland, die Schweiz noch Österreich sind mit Aktien im Portfolio vertreten. 7 Unternehmen sind überwiegend im Bereich Transportinfrastruktur, vor allem Bahn zuzuordnen, und 6 der Unternehmen gehören zum Segment erneuerbarer Energien. Die Marktkapitalisierung Ende 2018 reicht von einer bis zu 30 Mrd. EUR mit einem Durchschnitt von etwa 10 Mrd. EUR. Die durchschnittlichen E, S und G Scores sind 73, 72 und 68.

### **Zusammenfassung: Diversifikator bleibt 80% anders**

Diversifikator ist aus Überzeugung 80% anders und nicht aus Marketinggründen. Daher gibt es keine Änderungen am grundsätzlichen Konzept. Aber einige Portfolios, speziell einige Ableitungen aus dem Weltmarktportfolio Basis, werden im Jahr 2020 möglicherweise nicht mehr angeboten werden. Aber fast alle ESG Portfolios laufen gut bis sehr gut. Die ESG-Aktienportfolios sind auch ohne Länder- und Branchenrestriktionen gut diversifiziert, weisen

aber hohe Tracking Errors gegenüber traditionellen Indizes auf. Das wird auch so bleiben. Institutionelle Anleger können aber maßgeschneiderte Portfolios erhalten.

## 13 ZEB-FRAGEN AN DIVERSIFIKATOR (5-2020)

Maria Katharina Heiden von der renommierten Unternehmensberatung zeb hat am 18. Mai auf dem interessanten Banking Hub das folgende Interview veröffentlicht (siehe [hier](#)), das ich um einige Links erweitert habe.

### **Was genau macht Diversifikator in maximal zwei Sätzen?**

Diversifikator bietet standardisierte und individuelle passive ETF- und Aktienportfolios an mit Fokus auf gute Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungskriterien (ESG) und Impact (vgl. [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

### **Welche Anlagephilosophie hat Diversifikator?**

Wir nennen unsere Philosophie RETRO: **R**egelbasiert, **E**videnzbasiert, **T**ransparent, **R**obust und **O**ptimierungsfrei (vgl. <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/Das-Diversifikator-Buch.pdf>).

### **An welche Zielgruppen richtet sich Diversifikator mit seinem Produktangebot und wie viele AuM und Kunden haben Sie im jeweiligen Segment?**

Diversifikator bietet Portfolios für alle Kundengruppen von sogenannten Klein- bis zu Großanlegern an. Der Fokus liegt auf dem indirekten Portfolioangebot über Kooperationspartner (B2B). Die Kundenzahl und die Assets under Advice sind noch gering. Inzwischen hat Diversifikator aber Partnerverträge mit einem Robo-Advisor, einem Fondsanbieter und mehreren Vermögensverwaltern abgeschlossen und es sind auch institutionelle Mandate in der Diskussion.

### **Was kostet den Privatkunden mit einem Anlagevolumen von 10.000 EUR der Service von Diversifikator und wie konkurrenzfähig sind Sie damit ggü. anderen Robo Advisern sowie klassischen Asset Managern?**

Für B2B-Partner kosten die Portfolios typischerweise 0,15% bis 0,3% pro Jahr plus Umsetzungskosten und bei ETF-Portfolios zuzüglich ETF-Kosten. Dazu kommen für Endkunden die Kosten für die Vermögensverwaltungs- bzw. Bankpartner, also insgesamt ca. 0,25% bis 1,5% pro Jahr. Von Selbstbedienern verlangt Diversifikator 1,2% pro Jahr.

Damit sind die direkten ESG-Aktienportfolios für und über Partner sehr günstig während die ETF-Selbstbedienungsportfolio im Vergleich zu Robo-Advisors relativ teuer sind.

Die ESG-Aktienportfolios sind für B2B-Partner besonders attraktiv, weil sie damit ESG-Daten- und Indexlizenzkosten sparen können und zusätzlich das ESG-Knowhow von Diversifikator nutzen können.

### **Wie sehen Ihre Anlagestrategie und das Risikomanagement aus?**

Mit der RETRO Investmentphilosophie verfolgen wir möglichst einfache und regelbasierte Strategien. Es werden Aktien und ETFs und für Spezialmandate auch Anleihen genutzt, aber weder Derivate noch strukturierte noch illiquide Produkte.

Bei der Selektion werden bei der ETF-Selektion vor allem die Indexeignung und Kosten berücksichtigt. Für die Aktien- und Anleiheauswahl werden vor allem ESG-Kriterien genutzt. Zur Selektion von Aktien wird zusätzlich der maximale Vergangenheitsverlust berücksichtigt. Einige der ETF-Portfolios nutzen eine einfache und bewährte Trendfolgeregel zur Allokationssteuerung.

Die Regeln und die Portfolios werden einmal jährlich geprüft und rebalanciert. Bisher erfolgten nur geringfügige Regeländerungen. Es werden keine Daten- und Modellabhängigen Optimierungen und auch kein intransparentes maschinelles Lernen genutzt. Dieser einfache Ansatz hat sich für unterschiedlichste Portfolios in guten und schlechten Marktphasen gut bewährt (siehe <https://prof-soehnholz.com/passive-allokationsportfolios-und-esg-relativ-gut-in-q1-2020/>).

### **Es gibt mittlerweile eine Vielzahl von Anbietern für Robo Advisory, B2B sowie B2C. Wie differenziert sich Diversifikator, d.h. was genau ist Ihr USP?**

Diversifikator hat das breiteste Angebot an passiven Anlagestrategien und das breiteste, aber auch konsequenteste Angebot an ESG- und Impactportfolios. Portfolios können für B2B Partner einfach auch für kleine Anlagevolumina maßgeschneidert werden (vgl. <https://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/>).

Für die Deutsche Wertpapier-Treuhand wurden so in kurzer Zeit 16 verantwortungsvolle Portfolios aufgesetzt. Solche Angebote und Services liefern weder andere Robo Advisors noch traditionelle Anbieter.

Obwohl Diversifikator gerade zum zweiten Mal in Folge als eines der hundert innovativsten Wealthtech-Unternehmen der Welt ausgezeichnet wurde, gehört die Technik nicht zum USP (vgl. <https://prof-soehnholz.com/diversifikator-wieder-unter-den-innovativsten-wealthtech100-der-welt/>).

### **Welche (Marketing-) Strategie nutzen Sie, um neue Kunden zu gewinnen? Welche Rolle spielen Partnerschaften?**

Das Marketing erfolgt fast ausschließlich über die Direktansprache von potenziellen B2B Partnern. Hinzu kommt mit [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com) ein B2B Blog mit Fokus auf ESG.

**In welchem Geschäftsfeld sehen Sie das größte Wachstumspotenzial? Auf welche Bereiche möchten Sie sich entsprechend in Zukunft fokussieren bzw. um welche Bereiche möchten Sie Ihr Geschäft ggf. erweitern?**

Wir sehen das größte Wachstumspotential für günstige maßgeschneiderte ESG- und Impactportfolios. Wir arbeiten derzeit vor allem an automatisierbaren Individualisierungsoptionen für B2B Partner (vgl. <https://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/>).

**Wie hat sich die Corona Krise bisher auf Ihr Geschäft ausgewirkt? Was sind aktuell die größten Herausforderungen für Sie?**

Die Krise hat keine großen Auswirkungen auf das Geschäft gehabt. Die größte Herausforderung ist der Vertrieb (vgl. <https://prof-soehnholz.com/esg-first-or-responsible-investments-no-excuses-left/> und <https://prof-soehnholz.com/esg-kritiker-grosse-aktive-fondsanbieter-in-der-defensive/>).

**Wie hat sich die Corona Krise auf die Rendite Ihrer Kunden ausgewirkt? Wie sehen Sie sich damit im Vergleich zu Ihren Wettbewerbern?**

Die Rendite der Portfolios war absolut gesehen schlecht, im Vergleich zu Benchmarks und Wettbewerbern aber gut. Das gilt vor allem im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds. In der Krise habe sich vor allem die einfachen Trendfolgeportfolios aber auch die ESG- und Impactportfolios sehr gut bewährt).

**Welche mittel- bis langfristigen Risiken erwarten Sie durch die Corona Pandemie für sich und den Robo Advisory Markt allgemein?**

Der Vertrieb für B2C Angebote bleibt das größte Problem und neu hinzu kommen schwierigere Finanzierungsbedingungen. Beide Arten von Problemen betreffen Diversifikator aber nicht.

**Welche Chancen könnten durch die Krise entstehen?**

Robo-Advisor-Technologie wird zunehmend für den Vertrieb von ETFs und anderen Fonds genutzt werden. Die Unzufriedenheit mit teuren aktiven Portfolios hat weiter zugenommen und ESG- und Impactstrategien wird jetzt zugetraut, auch in schwierigen Märkten attraktiv zu sein. Passive und verantwortungsvolle Angebote, auch von Robo-Advisors, werden deshalb künftig (noch) stärker nachgefragt werden (vgl. <https://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/>).

**Was wollten Sie in einem Interview schon immer einmal sagen, wurden es aber nie gefragt?**

Ich wurde bisher zu selten gefragt, warum die Performance unserer einfachen und oft sehr nachhaltigen Portfolios oft so gut ist. Die Antwort: Die Performance ist so gut, weil die Portfolios so einfach und so nachhaltig sind (vgl. <https://prof-soehnholz.com/passive-asset-allokationen-sind-besser-als-aktive/>).

## SOEHNHOLZ ESG GMBH STATT DIVERSIFIKATOR (4-2021)

Dirk Söhnholz gründete 2016 die Diversifikator GmbH als Anbieter von Modellportfolios. Jetzt hat er die Gesellschaft in [Soehnholz ESG GmbH](#) umbenannt.

2016 wurden drei stark diversifizierte Multi-Asset Portfolios aus Exchange Traded Fonds (ETFs) angeboten, eines davon aus Environmental, Social und Governance (ESG) Indexfonds. „Das ESG ETF-Portfolio war das weltweit erste derartige öffentliche Portfolio“, sagt Professor Dr. Dirk Söhnholz.

Seit Ende 2020 sind 15 der inzwischen 17 Portfolios verantwortungsvoll ausgerichtet. Die Portfolios enthalten die jeweils nachhaltigsten Aktien bzw. ETFs der entsprechenden Marktsegmente. Das innovative SDG ETF-Portfolio und vier weitere Portfolios orientieren sich an den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG). Im Blog „[Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage](#)“ wird regelmäßig über neues ESG und Impactresearch informiert.

„Der Name Diversifikator passt nicht mehr, denn zusätzlich zu diversifizierten ETF-Portfolios bieten wir viele auf die nachhaltigsten Aktien konzentrierte Länder- und Branchenportfolios an“, sagt Dirk Söhnholz.

### Hintergrund

Prof. Dr. Dirk Söhnholz (1963) ist Gründer und Alleingeschäftsführer der Soehnholz ESG GmbH, Honorarprofessor für Asset Management an der Universität Leipzig, Co-Autor von „Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion: Das Diversifikations-Buch“ und Blogger ([www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)). Vorherige Stationen u.a.: Boston Consulting Group, Feri Alternative Assets, Feri institutional Advisors und Veritas Investment.

Weitere Informationen, Foto und Logovorlagen siehe Pressemappe unter [Presseinfos – Soehnholz ESG](#)

## INTERESSANTE THEMEN, DIE ES NOCH NICHT AUF FACHKONFERENZEN GESCHAFFT HABEN (10-2016)

In 2016 habe ich an mehreren meist sehr interessanten Fintech-Konferenzen bzw. Veranstaltungen zum Thema Asset Management bzw. Robo-Advice teilgenommen. Außerdem habe ich mir etliche weitere Fintech-Konferenzprogramme angesehen. Trotz der Vielfalt der Angebote werden meines Erachtens einige interessante Themen bisher noch nicht adäquat adressiert:

**Methodische Stärken/Schwächen der Robo-Modelle:** Welche Asset-Allocation-Modelle werden benutzt? Wie sensibel ist der Output dieser Modelle in Bezug auf Annahmen, Modell- oder Datenänderungen? Allerdings ist das eine Frage, die auch bei traditionellen Anbietern kaum diskutiert wird.

**ETF-Nutzung:** Viele Banken, vor allem Volks- und Raiffeisenbanken aber auch Sparkassen und Versicherungen tun sich sehr schwer damit, überhaupt ETFs anzubieten. Einige Banken verlangen sogar noch in großem Umfang Ausgabeaufschläge für ihre Fondsangebote. ETFs sind aber die Grundlage fast aller Robo-Advisor Angebote. Mit ETFs können die Banken wohl nicht gut genug verdienen. Oder ein ETF-Angebot widerspricht hauspolitisch oder anlagephilosophisch den eigenen aktiv-gemanagten Angeboten. Manchmal wird auch das Argument genannt, dass ETF-Angebote aus IT-Systemsicht nicht angeboten werden können.

**Verantwortungsvolles Anlegen:** ESG/SRI wird bei Regulatoren und institutionellen Anlegern immer wichtiger. Untersuchungen zeigen ganz überwiegend, dass man durch verantwortungsvolles Anlegen nicht auf Rendite verzichten muss und eher niedrigere Risiken eingeht. Auf Fintech-Konferenzen gibt es aber immer noch viele Teilnehmer, die mit den Abkürzungen aber auch den Konzepten überhaupt nichts anfangen können.

**Performance:** Man kann m.E. gar nicht früh genug damit beginnen, die Performance zu vergleichen, allerdings nicht nur Rendite, sondern auch eingegangenen Risiken. Der schwierige Jahresanfang ist ein guter Test für Anbieter von Anlageportfolios gewesen. Und Attributions- bzw. Faktoranalyse ist keine Rocket Science. Gute Performance ist schließlich die beste User Experience.

**Zielgruppenausrichtung:** Die meisten Fintechangebote scheinen auf jüngere und Smartphone-abhängige Nutzer ausgerichtet zu sein. Es gibt nur wenige Robo-Advisor-Services, die auf für Nutzer über 40 Jahren ausgerichtet sind, die aufgrund ihrer Einkommen, Finanzierungsbedürfnisse und Vermögen mit Abstand zu den attraktivsten Kunden zählen dürften. Dabei scheint inzwischen klar zu sein, dass Ü-40 und Ü-50 die wichtigsten Nutzer zumindest von Robo-Advice sind.

**Kundenakquise:** Wie kommt man effizient an Neukunden heran, entweder direkt oder im B2B2C Modell?

**Kooperationen:** Immer mehr Robo-Advisors bieten neben B2C auch B2B Services an. Wie kann man B2C und B2B konfliktfrei kombinieren? Was sind die Erfolgsfakten im B2B Geschäft?

**Basis-Technik bzw. Sprach-Unterstützung:** Zwar Stand Blockchain inzwischen recht oft und in guter Qualität und kritisch analysiert auf der Agenda, nicht jedoch die Auswirkungen von Services wie Google Home und Amazon Echo. Welche Chancen und Risiken ergeben sich, wenn man Finanzentscheidungen an solche „digitalen Assistenten“ delegiert?

**PC versus App-basierte Lösungen:** Besonders ältere Konferenzteilnehmer waren sehr skeptisch, inwieweit für die Banken attraktive Bankgeschäfte wie die Vermögensanlage aber auch der Abschluss wichtiger Versicherungsverträge künftig auf dem Smartphone ausgeführt werden. Für sie wird weiter die Ausführung über „Devices“ mit größeren Bildschirmen erfolgen, die typischerweise zu Hause oder am Arbeitsplatz und nicht im öffentlichen Räumen genutzt werden.

**Information (App) Overload:** Gibt es Bedarf nach „noch einer Fintech App“ auf dem Smartphone? Auf Dauer werden sich wohl nur wenige Apps durchsetzen, die vom Kunden häufig genutzt werden. Hinzu kommt die interessante Entwicklung der Instant-Apps von Google. Was bedeutet die für Fintechs?

**Nutzungssteigerung:** Mir ist bisher nicht klar geworden, wie man Nutzer von Versicherungspaps oder auf die langfristige Geldanlage ausgelegten Finanzanlage-Apps dazu bringen will, die Apps häufig zu nutzen. Eine erfolgreiche langfristige Finanzanlage zeichnet sich meist durch relativ geringe Handelsaktivitäten aus („hin und her macht die Taschen leer“), so dass „traden“ kein guter Anlass für die Nutzung sein sollte.

**Datenschutz:** Wer gibt Fintechs gerne seine Einkommens-, Vermögens- und versicherungsrelevanten Daten? Junge Leute tun sich da wohl leichter als Ältere, die aus Sicherheitsüberlegungen oft noch nicht mal Online Banking nutzen oder im Smartphone die Lokalisierungsfunktion ausschalten. Jüngere Konferenzteilnehmer, die bereit sind gegen kleine Conveniencevorteile viele Daten freiwillig herzugeben, konnten meine Frage nicht beantworten, ob sie die Vergabe der Daten wieder rückgängig machen können. Das scheint dann besonders schwierig zu sein, wenn man der Weitergabe der Daten an oft unbekannte Dritte zustimmt, was meistens der Fall ist. Bekommt man heraus, welche Dritten diese Daten erhalten haben? Kann man diese Dritten dazu bringen, die persönlichen Daten zu löschen? Und falls ja, wie aufwändig ist das?

Vielleicht kann man künftig aus diesem Bedarf ein neues Start-Up mit der Aufgabe der multiplen Bestandsdatenlöschung machen.

Eine weitere Frage, die sich stellt: Ist eine App attraktiv, die den aggregierten Kontostand oder das angelegte Vermögen in großen Zahlen auf dem Smartphone Bildschirm anzeigt? Freunde, Nachbarn, Verwandte und Fremde könne die Zahlen gut sehen, wenn man die App nutzt.

Und in Bezug auf die Hinwendung zum B2B Geschäft durch zahlreiche Startups, die für B2C konzipiert waren: Wem gehört der Interessent bzw. Kunde bzw. seine Daten im Kooperationsfall? Angst bekomme ich, wenn ein Fintech wie QUMRAM sich als „kommerzielle NSA“ bezeichnet, wie auf der DVFA Konferenz geschehen, und sich kaum jemand daran zu stören scheint.

**Fazit:** Die Lücken zwischen Theorie und Fintech-Konferenzprogrammen aber auch zwischen Konferenzinhalten und traditioneller Praxis sind noch ziemlich groß. Die gute Nachricht für Konferenzanbieter: Es gibt noch viel zu diskutieren.

## FINANZWISSEN KANN SCHADEN (8-2020)

Finanzwissen ist das Stichwort für diesen Beitrag. Konkret: „Investition während der Krise: Warum Finanzwissen gerade dann besonders wichtig ist“. Das ist das Thema für die Blogparade des [comdirect finanzblog award 2020](#). Die These für die Blogparade ist einleuchtend. Ich behaupte aber, das fast das Gegenteil der Fall ist. Hier steht, wie ich dazu komme:

## **Geldanlagekrise: Begriffsklärung**

Im Februar und März 2020 gab es im Zusammenhang mit der Verbreitung von Corona eine Geldanlagekrise. Selbst breit gestreute Depots verloren 15 bis 20 Prozent an Wert. Es wäre naheliegend, wenn Anleger mit mehr Finanzwissen besser durch solche Krisen kommen würden als Anleger mit weniger Finanzwissen.

Eine Indikation dafür ist die Studie [Financial Literacy and Savings Account Returns](#) von Florian Deuffhard, Dimitris Georgarakos und Roman Inderst vom Juni 2015. Diese zeigt, dass Finanzbildung zu höheren Renditen führen kann.

Und auch diese sehr aktuelle Untersuchung lässt das vermuten: [Financial literacy, risk and time preferences – Results from a randomized educational intervention](#) von Matthias Sutter, Michael Weyland, Anna Untertrifaller und Manuel Froitzheim von der Max Planck Gesellschaft vom 10. August 2020. Dort heisst es im Abstract: “we find that teaching financial literacy makes subjects more patient, less present-biased, and slightly more risk-averse”.

## **Finanzwissen: Die wichtigsten Fragen der Geldanlage(bildung)**

Um die These prüfen zu können, ist die Definition von Finanzwissen wichtig: Die wichtigsten Fragen der Geldanlage lauten: Welche Anlagen soll man wählen und wann soll man wieviel Geld anlegen bzw. verkaufen? Geldanlagebildung bzw. Finanzwissen soll sicherstellen, dass diese Entscheidungen möglichst gut getroffen werden können.

## **Finanzwissen: Der richtige Anlage- bzw. Verkaufszeitpunkt**

Wer regelmäßig spart, sollte auch in Krisen weitersparen (vgl. [hier](#)). Wenn man eine große Geldanlagensumme hat könnte man versuchen, einen besonders günstigen Erstanlagezeitpunkt abzuwarten. Oder man könnte seine Geldanlagen in Krisen reduzieren. Davon rate ich ab. Selbst Geldanlageprofis können solche Entscheidungen nicht gut treffen und sind typischerweise schlecht beim sogenannten Markt-Timing.

Ein guter Indikator für diese These sind die Renditen von professionell gemanagten Investmentfonds. Investmentfonds kann man sehr grob in passive und aktiv gemanagte Fonds einteilen. Passive Fonds folgen Indizes und versuchen nicht den Markt bzw. einzelne Wertpapiere zu timen. Manager aktiver Fonds versuchen unter anderem durch Timing besser als passive Anlagen zu sein. In sehr vielen Untersuchungen wurde aber gezeigt, dass der durchschnittliche aktive Fonds bzw. Manager schlechter ist als ein vergleichbarer passiver Fonds.

Wenn man annimmt, dass Geldanlagemärkte dauerhaft an Wert gewinnen, wie das für die meisten großen Anlageklassen in der Vergangenheit der Fall war, sollte man sein gesamtes dauerhaft verfügbares Geld möglichst zeitnah anlegen. Das gilt unabhängig davon, ob man sich gerade in einer wahrgenommenen Krise oder einem Boom befindet (vgl. [hier](#)).



Ob die Annahme dauerhaft steigender Kurse auch für die Zukunft gilt, ist natürlich unklar, denn „Finanzprognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen“ (anonymer Verfasser; vgl. <https://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/>).

Allerdings sind Kurssteigerungen wahrscheinlich, wenn man grundsätzlich Wirtschaftswachstum erwartet. Auch die aktuell sehr hohen Volumina kurzfristiger Geldanlagen mit sehr niedrigen Renditeerwartungen sprechen für künftige Umschichtungen und damit Kursteigerungen anderer Geldanlagen. Deshalb sollte man verfügbares Geld unabhängig von Finanzkrisen anlegen.

### **Finanzwissen: Die richtige Allokation**

Auch für die Allokation zu Anlageklassen wie Aktien oder Anleihen kann man passive Varianten wählen und fährt damit typischerweise ganz gut (vgl. <https://prof-soehnholz.com/passive-asset-allokationen-sind-besser-als-aktive/>). Dabei sollte man aber auf eine gute Streuung bzw. Diversifikation achten.

Anleger, die ihre Geldanlagen nicht breit streuen, haben ein höheres Risiko dauerhafter Verluste. Das gilt zum Beispiel für die Anleger, die stark auf die Aktie von Wirecard gesetzt hatten. Aber auch Anleger, die vor vielen Jahren japanische Immobilien oder Aktien gekauft haben, können immer noch im Verlustbereich sein.

Wenn man besonders zukunftsicher anlegen möchte, sollte man zudem darauf achten, dass man sein Geld verantwortungsvoll anlegt.

### **Finanzwissen: Einfache Testmöglichkeiten**

Meine Thesen kann man für die Vergangenheit relativ einfach selbst testen (vgl. <https://prof-soehnholz.com/kann-institutionelles-investment-consulting-digitalisiert-werden-beispiele/>). Dazu nehme ich einen Anlagehorizont von etwa sieben Jahren an und nutze die Rückrechnungsmöglichkeiten (Backtests) der kostenlos nutzbaren amerikanischen Webseite „[Portfoliovisualizer](#)“.

Wenn man dort das Startjahr 2013 wählt und jeweils 50% in US Aktien und 50% in nicht-US Aktien angelegt hätte, hätte man trotz der Coronakrise von Januar 2014 bis Juli 2020 aus zehntausend Dollar 15.241 Dollar gemacht und wäre in keinem Jahr unter 10.000 Dollar gefallen. Von 2002 bis Ende 2008 hätte man wegen der großen Finanzmarktkrise in 2008 zwar kaum Gewinne gemacht, aber auch nur selten zwischenzeitliche Papierverluste gehabt. Unter [Portfoliocharts](#) kann man in sogenannten Heatmaps sehen, dass diese für sehr viele Anlagensegmente, Portfolios und für sehr viele Perioden grün sind, also Gewinn anzeigen.

Leicht vereinfacht ausgedrückt: Wenn Anleger ihr Geld nicht sofort angelegt hätten oder zwischenzeitlich, z.B. in (wahrgenommenen) Krisen, ihre Geldanlagen willkürlich reduziert hätten, hätten sie meist auf Renditen verzichten müssen.

Mein Zwischenfazit: Wenig „Basis-“ Finanzwissen reicht aus, um Geld erfolgreich anzulegen.

## **Was sagt Fachliteratur zu Finanzwissen?**

Die Frage, welchen Einfluss Finanzwissen bzw. Finanzbildung auf Geldanlageergebnisse hat, ist schwierig zu beantworten. Die oben genannte Studie von Deuffhard et al. zeigt, dass eine gewisse Mindestfinanzbildung zu besseren Renditen führen kann. Die Studie von Sutter et al. untersucht das Verhältnis von Finanzbildung und Rendite nicht direkt. Allerdings kann danach eine (etwas) bessere Finanzbildung zu einer geringeren Risikoneigung führen. Das könnte niedrigere Renditen bedeuten.

Es gibt sogar eine aktuelle wissenschaftliche Studie die zumindest für Japan zeigt, dass zu viel Finanzbildung zu schlechteren Anlagerenditen und sogar zu mehr finanzieller Naivität führen kann (vgl. [Is Financial Literacy Dangerous? Financial Literacy, Behavioral Factors, and Financial Choices of Households](#) von Tetsuya Kawamura, Tomoharu Mori, Taizo Motonishi und Kazuhito Ogawa vom 1. Juli 2020).

Auf Basis anderer Untersuchungen kann erwartet werden, dass Geldanlagelaien schlechtere Renditen als Profis erzielen. Als Indikator dafür gilt die sogenannte „Investorenrendite“ im Vergleich zur „Investmentrendite“. Viele Studie zeigen, dass Investmentfonds im Schnitt eine bessere Rendite (zeitgewichtete Investmentrendite als Mittelwert der Renditen von Investmentfonds gemessen) haben, als der durchschnittliche Anleger in Investmentfonds (kapitalgewichtete Investorenrendite als durchschnittliche anlagekapitalgewichtete Rendite von Investmentfonds; vgl. [https://www.researchaffiliates.com/en\\_us/publications/articles/687-the-biggest-failure-in-investment-management-how-smart-beta-can-make-it-better-or-worse.html](https://www.researchaffiliates.com/en_us/publications/articles/687-the-biggest-failure-in-investment-management-how-smart-beta-can-make-it-better-or-worse.html)).

Bei dieser Betrachtung werden aber zwei Aspekte vernachlässigt: Die meisten Anlagevolumina stammen von institutionellen Geldanlegern, die eine sehr gute Finanzbildung haben sollten. Trotzdem ist die kapitalgewichtete Rendite schlecht.

Motivation für neue Fondsaufgaben sind zudem überwiegend wahrgenommene Vertriebschancen bzw. Produktdifferenzierungen zur Abgrenzung von anderen Produkten. Die Überzeugungen von Fondsmanagern sind nicht unbedingt der Grund für mehr und komplexere Produkte. Das sieht man zum Beispiel daran, dass Fondsmanager meist nur einen sehr geringen Teil ihrer Vermögen in ihre eigenen Fonds investieren. Mehr Fonds bedeuten deshalb nicht unbedingt mehr Finanzwissen und führen auch nicht unbedingt zu einer besseren Durchschnittsrendite.

## **Zu viel Finanzwissen hilft nicht unbedingt**

Eine bessere Indikation für die These „zuviel Finanzwissen schadet“ ist, dass Investmentprofis ihre passiven Benchmarks auch in Krisen nur selten schlagen können. Manager von sogenannten aktiven Fonds haben in der Finanzmarktkrise 2008 aber auch in der aktuellen Finanzkrise im Schnitt schlechter abgeschnitten als passive Anlagen (vgl. aktuell <https://prof->

[soehnholz.com/esg-halbjahr-relativ-gute-performance-passiver-allokations-und-strenger-esg-portfolios/](https://soehnholz.com/esg-halbjahr-relativ-gute-performance-passiver-allokations-und-strenger-esg-portfolios/)).

Selbst von Profis für Großanleger ausgewählte Fonds sind tendenziell sogar schlechter, als von die von denselben Profis negativ eingeschätzten Fonds (vgl. [Choosing Investment Managers](#) von Amit Goyal, Sunil Wahal und Deniz Yavuz vom 16. Juli 2020).

Da wundert es nicht mehr, dass auch von professionellen Anlagerberatern betreute Geldanlagen weniger rentabel und sogar riskanter sind als von Privatanlegern selbst gemanagte Anlagen. Das liegt vor allem an höheren Handelsaktivitäten von beratenen Depots (vgl. [Financial Advisors: A Case of Babysitters?](#) Von Andreas Hackethal, Michael Haliassos und Tullio Jappelli von der Goethe Uni Frankfurt und der Universität von Neapel vom 20. Juni 2020).

Offenbar wollen Anlageberater, ähnlich wie Fondsmanager, Aktivität zeigen, wohl um zu zeigen, dass sie ihr Geld wert sind. Aber Aktivität schmälert eher die Renditen von Anlegern.

### **Finanzwissen kann sogar kontraproduktiv sein**

Die Lehre aus diesen Untersuchungen und Überlegungen ist, dass Anleger möglichst passiv, d.h. ohne sogenannte Outperformance- bzw. „Timingversuche“ anlegen sollten. Das heißt konkret, dass Anleger in Krisen typischerweise weder aktive Kauf- noch Verkaufsentscheidungen treffen sollten. Wenn man in der Krise also Wertpapiere nicht außerordentlich verkaufen oder kaufen soll, ist außer einer Nichtaktionsentscheidung keine andere Finanzentscheidung nötig. Deshalb ist eine detaillierte Finanzbildung meiner Meinung auch nach in der Krise nicht wichtiger als außerhalb der Krise.

Wenn Finanzbildung dieses Basisfinanzwissen vermittelt, hat zusätzliches Finanzwissen möglicherweise kaum zusätzliche positive Renditeauswirkungen. Denn wenn man sehr viel Finanzwissen besitzt, wie man es bei Geldanlageprofis vermuten sollte, kann man den Markt und die einfache Anlageregeln „diversifiziert-passiv“ offenbar kaum schlagen. Meiner Meinung nach müsste es also sogar heißen: Wenn man sehr viel Finanzwissen hat, sind schlechtere Renditen zu erwarten als mit Basis-Finanzwissen. Eine Erklärung dafür könnte die Selbstüberschätzung von Geldanlageprofis sein („overconfidence“).

Es kann aber auch ein, dass nicht der Umfang des Finanzwissens entscheidend ist, sondern der Inhalt. Dann müsste die These heißen: Die Finanzausbildung ist schlecht. Deshalb ist zu viel Finanzbildung schädlich für Renditen. Auch das halte ich für möglich (Söhnholz, Dirk: Stimmt es, dass – Ökonomen aus der Krise nichts gelernt haben? in Handelsblatt, 27.5.2014).

Es wäre schlimm wenn Profis wüssten, dass sie Anlegern mit den meisten Ihren Angebote und Ratschläge schaden. Dann würden sie aus Gier gegen besseres Wissen entscheiden.

**Fazit: Ein limitiertes Basiswissen kann auch in der Krise besser sein als detailliertes Finanzwissen**

Aber Achtung: Ich denke nicht, dass das hier skizzierte Basisfinanzwissen schon ausreichend verbreitet ist. Dagegen spricht, dass es noch so viele schlechte Geldanlagen gibt.

Außerdem plädiere ich nicht für eine grundsätzlich limitierte Finanzbildung. Im Gegenteil. Auf „[Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage](#)“ veröffentliche und kommentiere ich regelmäßig aktuelles Research zu Geldanlagen und versuche evidenzbasierte Investments zu fördern (vgl. <https://prof-soehnholz.com/finanzanalysten-und-produktanbieter-koennten-probleme-mit-evidence-based-investment-analysis-ebia-haben/>).

Man sollte aber nicht erwarten, dass man die Finanzmärkte mit mehr Finanzbildung einfacher schlagen kann.

**Hinweis:** Ich selbst verfolge eine sehr einfache Investmentphilosophie: Ich versuche marktkonforme Renditen „most-passive“ mit besonders verantwortungsvollen Geldanlagen zu erreichen (vgl. <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/Das-Diversifikator-Buch.pdf>).

## ESG VIDEO: 16 FALSCHES ESG THESEN UND KONSEQUENT VERANTWORTUNGSVOLLE INVESTMENTLÖSUNGEN (8-2020)

ESG Video: Hier ist der Link zur Online Veranstaltung dreier Vermögensverwalter der Deutschen Wertpapierrehand vom 29. Juli 2020:

<https://www.edudip.com/de/webinar-aufzeichnung/7d89ec65-e387-4db6-af35-14eeb76bd37d>

## ESG VIDEO 2: REGULIERUNGSPRÄVENTION FÜR VERMÖGENSVERWALTER (10-2020)

ESG Video 2: Mein Online-Vortrag der DAB Bank Finanzpanoramaveranstaltung vom 20.10. heißt offiziell „Sustainable Finance Überregulierung mit Lücken: Wie man diese schließen und sich gut auf MiFID et al. vorbereiten kann“. Das Video kann hier angesehen werden: <https://youtu.be/U8UsoGx9x1Q>

Inhalte sind unter anderem : Erwartete Regulierungsanforderungen (ohne Juristendeutsch), Positionierungsmöglichkeiten (Anti?, Alibi?, Indifferent?), Make or Buy, ein kostenloses Tool ([DVFA PRISC](#)) für ESG Politikbestimmung und Investmentkontrolle, ESG & Impact-Modellportfolios als eine Lösung und warum ESG-ETFs gar nicht so nachhaltig sind (vgl. <https://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/>).

## INVESTMENTPHILOSOPHIE

## ES GIBT KEINE VÖLLIG PASSIVE KAPITALANLAGE (8-2014)

Die einfache Frage, ob man lieber „aktiv“ oder „passiv“ anlegen sollte, ist wenig hilfreich. Die Diskussion sollte sich viel mehr auf Gestaltung des Ausgangsportfolios und die Art und Weise seiner Veränderung fokussieren bzw. „diskretionäre“ versus „regelbasierte“ Ansätze vergleichen.

„Jedes Startportfolio eines Investors ist stark von den individuellen Annahmen bzw. Restriktionen, die er oder sie sich oft selbst auferlegt, abhängig. Welche Anlageklassen sollen vertreten sein? Welche Regionen sollen abgedeckt werden? Welche Währungen sind akzeptabel und welche sollen abgesichert werden? Und das sind nur einige Beispiele für Fragen, die beantwortet werden müssen. Es gibt keine mir bekannte Methode, wie man „passiv“ zu einem Ausgangsportfolio kommt.“<sup>6</sup>

Ausgangsportfolios basieren oft auf vielen Vorentscheidungen, denn für die Portfoliokonstruktion wird oft eine sogenannte Markowitz-Optimierung oder davon abgeleitete Varianten verwendet, die auf Rendite-, Risiko- und Korrelationsprognosen angewiesen sind. Je mehr Anlagesegmente ins Portfolio aufgenommen werden und je mehr Perioden geplant werden, desto mehr Prognosen sind nötig. Solche Portfolios reagieren oft sehr sensibel auf kleine Annahmeänderungen. Daher gibt es – je nach Annahme – ganz unterschiedliche „optimale“ Portfolios. Dieses Vorgehen kann man kaum passiv nennen.

Wenn das Startportfolio nie wieder geändert wird, ist es nach dem Start passiv. Das ist der sogenannte Buy-and-Hold Ansatz. Dieser dürfte aber in der Realität äußerst selten vorkommen. Die wichtigste Frage ist daher, wie Änderungen im Zeitablauf erfolgen.

Investoren, die sich für ETFs entscheiden, müssen zunächst aktive Indexentscheidungen treffen: Ein Weltaktienindex mit vielen Titeln aus zahlreichen Ländern oder eine Kombination mehrerer Länderindizes, z.B. nach Wirtschaftskraft gewichtet, ergeben unterschiedliche Portfolios. Und ETFs, die klassische Indizes und damit auch deren laufende Änderungen der Indexgewichte und Bestandteile nachbilden, setzen Indexregeln um sind damit weniger passiv oder „aktiver“ als Buy-and Hold Portfolios.

Sogenannte Smart-Beta Portfolios ändern sich meist noch häufiger, da sie oft keine Marktkapitalisierungen abbilden sondern mit alternativen Index-Gewichtungsmethoden arbeiten, die zu häufigeren Handeln führen als marktkapitalisierte Portfolios. Auch Smart-Beta Indexregeländerungen sollten möglich sein, zum Beispiel um aktuelle wissenschaftliche Analysen und neue praktische Erfahrungen berücksichtigen zu können.

Man kann daher „diskretionäre“, „passiv-regelbasierte“ und „aktiv regelbasierte“ Ansätze unterscheiden.

Wenn man die Entwicklungen in anderen Ländern betrachtet, werden vor allem benchmarknahe „diskretionäre“ Fonds durch „passiv-regelbasierte“ ETFs „bedroht“. Aber auch „aktiv-

---

<sup>6</sup> Frank Wiebe im Handelsblatt vom 8.8.2014: „Aktiv oder passiv: Wann Fondsmanager ihr Geld wert sind und wann nicht“

regelbasierte“ Smart-Beta Fonds sind als starke Konkurrenz für aktive Fondmanager zu sehen. Passives investieren ist bisher jedoch vor allem bezogen auf Anlagen innerhalb einer Anlageklasse. Passive Multi-Assetanlagen sind dagegen eher selten.

## DEFINITION UND KATEGORISIERUNG VON EVIDENZ-BASIERTER KAPITALANLAGE (12-2016)

Im November 2016 wurde in New York die meines Wissens erste Konferenz mit dem Titel Evidence-Based Investing durchgeführt.<sup>7</sup> Im Konferenzprogramm heißt es: “Evidence-Based Investing (EBI) is a disciplined approach to asset management that combines the data we have from the past and present with honesty about the unknowable future. Where others would use forecasts, relationships or emotions to guide their decisions, practitioners of EBI would substitute facts, logic and reason.”

Obwohl ich mich seit einigen Jahren intensiv mit dem Thema Investmentphilosophie beschäftige, hatte ich den Begriff Evidence-Based Investing noch nicht gehört. Eine Suche auf SSRN, dem Social Sciences Research Network, ergab keine relevanten Dokumente zu dem Stichwort. Offenbar ist bisher kaum etwas Wissenschaftliches zu dem Thema veröffentlicht worden.

Eine Investmentphilosophie ist eine idealerweise kohärente und von anderen Philosophien eindeutig abgrenzbare Zusammenfassung von Investmentüberzeugungen. Nach der oben aufgeführten EBI-Definition kann man Evidence-Based Investments daher durchaus als Investmentphilosophie bezeichnen.

Investmentphilosophien kann man meines Erachtens am besten nach den drei Kategorien „diskretionär“ bzw. personen- oder teamabhängig, systematisch-prognosebasiert und systematisch-prognosefrei klassifizieren<sup>8</sup>.

Der ganz überwiegende Anteil aller Investmentportfolios wird „diskretionär“ gemanagt. Ein kleinerer Teil wird quantitativ gemanagt und das meistens systematisch-prognosebasiert. Nur sehr wenige Portfoliomanager nutzen einen konsequent systematisch-prognosefreien Ansatz.

Evidence-Based Investing in der oben genannten Form ist mit prognosebasiertem Anlegen, sei es diskretionär oder systematisch, nicht vereinbar. Evidence-Based Investing ist aber auch nicht deckungsgleich mit systematisch-prognosefreiem Anlegen. Im Idealfall erfordert letzteres nämlich ein klares und umfassendes Regelwerk, das möglichst frei von zwischenzeitlichen diskretionären Veränderungen ist. Evidence-Based Investing kann dagegen durchaus auch erhebliche diskretionäre Elemente haben und erhebt nicht den Anspruch, jederzeit komplett regelbasiert zu sein. Und systematisch-prognosefreies Investing muss nicht immer „evidence

---

<sup>7</sup> S. <https://www.imn.org/investment-management/conference/Evidence-Based-Investing>

<sup>8</sup> s. [https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/sites/2/2016/02/AR\\_6\\_2013\\_Soehnholz-Philosophie\\_Anforderung.pdf](https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/sites/2/2016/02/AR_6_2013_Soehnholz-Philosophie_Anforderung.pdf); zu systematisch prognosebasierten Ansätzen siehe z.B. Eduard Baitinger: Neue Ansätze für das quantitative Asset Management, 2014

based“ sein. Einfache aber populäre Assetallokationen von 50/50 zu Aktien und Anleihen sind z.B. systematisch und prognosefrei aber kaum evidence-based zu begründen.

Evidence-Based Investing eignet sich aber nicht gut zu einer offiziellen Klassifikation von Investmentphilosophien, denn es wird kaum Portfoliomanager geben, die sich als Non Evidence-Based beschreiben würden. Außerdem kommt die explizite Prognosefreiheit im Begriff nicht zum Ausdruck. Der Begriff Evidence-Based Investing ist daher nicht ideal zur Beschreibung der Anlagephilosophie geeignet.

Evidence-Based Investing ist demnach keine neue oder eigene Kategorie einer Investmentphilosophie. Man kann aber diskretionäre und systematisch-prognosefreie Investmentphilosophien in solche, die evidenzbasiert sind und in nicht-evidenzbasierte Ansätze unterteilen, z.B. in heuristische wie die 50/50 Allokation.

Ich bin überzeugt, dass systematisch-prognosefreie und auch Evidence-Based Investments künftig an Bedeutung gewinnen werden, z.B. in Form von Smart-Beta bzw. Faktorinvesting. Das liegt unter anderem daran, dass man systematisch-prognosefreie Ansätze besonders gut automatisieren und Evidenz-basierte Ansätze besonders gut erklären kann.

## KONZEPTIONELL-REGELBASIERTE SMALL-DATA PORTFOLIOS VERSUS BIG-DATA EVIDENCE-BASED INVESTING (EBI) (12-2016)

Anhänger von EBI nutzen keine Prognosen aber lieben historische Datenanalysen. Je länger die analysierte Zeitperiode, umso besser. Daher kann man EBI-Strategien ebenso wie prognosebasierte quantitative Strategien als Big Data Ansätze bezeichnen. Die relativ neue Smart-Beta<sup>9</sup> und Faktorinvesting-Mode kann man daher auch als Evidence-Based Investing bezeichnen.

Die wichtigste Annahme von EBI ist, dass festgestellte systematische (Faktor-)Abweichungen von einer vollen Markteffizienz auch in Zukunft anhalten werden. Aber Anleger haben mit dieser Annahme nicht immer guten Erfahrungen gemacht. So haben z.B. mechanische Small-Cap- oder Value-Aktien-Strategien nach langen Perioden von Outperformance auch lange Zeiten von relativ schlechten Renditen eingebracht.

Diversifikator setzt wie EBI zwar auch auf regelbasierte und prognosefreie Konzepte, nicht aber auf Big-Data. Diversifikator verfolgt sogar explizit einen Small-Data Investmentansatz. Mit Small-Data haben wir zwar ursprünglich nur gemeint, dass man keine bzw. möglichst wenige Daten von Anleger haben möchte und „No-Data“ wird als der beste Datenschutzansatz verstanden. Das Weltmarktportfolio, also das wichtigste Portfolio von Diversifikator, kann man aber auch als ein Small Data Portfolio ansehen. Außer den aktuellen Anlagevolumina aller

---

<sup>9</sup> s. <http://prof-soehnholz.com/smart-beta-gefahr-single-assetklassen-portfoliomanager-investmentfonds/> und (<http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>)

Kapitalanleger für alle größeren Anlagesegmente werden keinerlei Daten für die Asset-Allokation des Weltmarktportfolios benötigt.

Das Weltmarktportfolio wird zwar regelbasiert gebildet, aber da es keine Zeitreihen benötigt, werden auch keine Modelle benötigt und Optimierungen sind ohne Zeitreihen auch nicht möglich. Data-Mining, welches bei Evidence-Based Investing durchaus vorkommen kann, kann so gar nicht erst erfolgen.

Anders als bei Evidence-Based Strategien wird auch nicht behauptet, dass das Weltmarktportfolio besonders gut sei. Es wird nur behauptet, dass es besonders diversifiziert und besonders passiv ist. Auch weitere Portfolios von Diversifikator sind konzeptionelle Portfolios und nicht aus Zeitreihen der Vergangenheit abgeleitet.

Hier ist kurz ein Überblick zu den Konzepten hinter den aktuellen Portfolios von Diversifikator:

- Weltmarktportfolio (WMP) 7: WMP Basis mit möglichst wenigen ETFs approximiert.
- Weltmarktportfolio ex Bonds: WMP 7 ohne Anleihen.
- Weltmarktportfolio Stars: WMP 7 nur mit top-gerateten ETFs.
- ESG ETF-Portfolio: WMP Basis soweit möglich mit ESG-ETFs repliziert.
- Islamic ETF-Portfolio: WMP Basis soweit möglich mit Islamic ETFs nachgebaut
- Alternatives ETF-Portfolio: Alternatives Teil des WMP granularer repliziert

Möglichst alle Portfolios werden auch backgetestet. Dazu werden Daten mehrerer Jahre und Marktphasen analysiert. Ziel ist es aber nicht, eine Outperformance bzw. sogenanntes Alpha zu finden. Ziel ist nur festzustellen, ob die Konzepte für Anleger in der Vergangenheit attraktive Rendite-Risiko Relationen erreicht hätten. Die Attraktivität wird dabei im Vergleich zu starren Benchmarks von Aktien bzw. starren Kombinationen von traditionellen Aktien und Anleihen und vor allem in Bezug auf die Sharpe Ratio gemessen.

Die konzeptionell-regelbasieren Portfolios sollen dabei idealerweise mindestens genauso gut abschneiden wie ihre Benchmarks. Mehr wird nicht verlangt. Wenn das aber nicht der Fall wäre, würde das entsprechende Portfolio nicht realisiert werden. Bisher gibt es dazu nur eine Ausnahme. Das Islamische ETF Portfolio schnitt in der Vergangenheit leicht schlechter ab als seine Benchmark, Trotzdem wird es angeboten, da es aus Sicht von Diversifikator konzeptionell attraktiv ist.

Bisher sind nur zwei konzeptionelle Ansätze aufgrund von Rückrechnungen nicht umgesetzt worden. Es handelt sich um zwei von drei parallel getesteten einfachen Trendfolgestrategien. Die Backtests auch dieser nicht umgesetzten Strategien werden Interessenten jedoch zur Verfügung gestellt. Somit wird mögliches Data Mining transparent gemacht.

Wenn man strenge Evidence-Based Anforderungen nach langjähriger Outperformance folgen würde, wäre wohl keines der Diversifikator Portfolios realisiert worden, denn für islamische Anlagen, ESG-Anlagen aber auch einige Alternatives-Segmente liegen noch keine sehr langen Zeitreihen vor. Wenn man sich die Rückrechnungen und die bisherige Echtperformance der



Diversifikator-Portfolios ansieht wäre es aber schade gewesen, wenn diese Portfolios nicht gestartet worden wären.

Diversifikator verfolgt mit seinem Ansatz zwar keine reine No-Data Investment-Strategie und wenn Konzepte getestet werden, sollten auch möglichst lange Zeitreihen analysiert werden, aber das ist weit von Big-Data entfernt. Die Investmentphilosophie von Diversifikator ist damit systematisch-prognosefrei aber keine Evidence-Based Investing Philosophie im Sinne von „Past-data-based“ Anlagestrategien.

Die hohen EBI Daten-Anforderungen sind nicht sehr innovationsfreundlich. Allerdings haben Evidence-Based Strategien Vermarktungsvorteile gegenüber aktiven Ansätzen. John Rekenthaler von Morningstar schreibt dazu: „Mechanical investment strategies are becoming more popular. Few fund managers can boast a 20-year track record. However, any number of back-tested, mechanical investment approaches can boast decades’ worth of data.“<sup>10</sup>

### EVIDENCE BASED INVESTMENT ANALYSIS (EBIA): A NEW TERM EVERY FINANCIAL ANALYST AND INVESTOR SHOULD KNOW (6-2018)

Evidence based investing (EBI, see Ritholtz/IMN<sup>11</sup>) is a pretty new term and evidence based investment analysis (EBIA, see DVFA-Blog<sup>12</sup>) is a brand new terminology. Is EBIA just another fad or useless buzzword? I do not think so. I think that EBIA may be much more important than EBI.

#### EBI - Original Definition

“Evidence-Based Investing (EBI) is a disciplined approach to asset management that combines the data we have from the past and present with honesty about the unknowable future. Where others would use forecasts, relationships or emotions to guide their decisions, practitioners of EBI would substitute facts, logic and reason” according to the invitation for the first EBI conference<sup>13</sup> which took place in November 2016 in New York.

#### Original definition is too generic to be useful

This seems so convincing that it seems obvious to me that all investing should be evidence based. Who would admit to be non-evidence based? And that is the basic problem with EBI: It cannot be used to seriously differentiate oneself from others.

„Smart Beta“ is a smarter term: All investors want to be smart, but traditional investment managers want to deliver alpha, therefore they will no claim to produce smart beta. Also, smart beta is typically rules based and most traditional investment managers do not fully rely on rules. „Smart beta“ therefore can be used to differentiate rather simple quantitative (rules based) from

---

<sup>10</sup> Rekenthaler, John: Investors turn towards evidence, in Morningstar Rekenthaler Report, 23.11.2016

<sup>11</sup> <https://www.imn.org/investment-management/conference/Evidence-Based-Investing/>

<sup>12</sup> <http://www.dvfa-blog.de/2017/12/gruendung-einer-initiative-zu-evidence-based-investing-ebi/>

<sup>13</sup> <https://www.imn.org/investment-management/conference/Evidence-Based-Investing/>

more complex (e.g. macro or managed futures hedge funds) quantitative as well as from discretionary investment managers.

Therefore it is not helpful to define Evidence-based investing (EBI) as an investment philosophy, since almost everybody would claim to use such a philosophy.

### **The first EBI products**

The first mutual funds are now marketed as „evidence based“. They claim to use clear past evidence for future investment decisions. Some use the EBI-term for factor investments<sup>14</sup>, whereas others use the term for passive investments<sup>15</sup>. We certainly do not need two terms for the same thing. And, in my opinion, EBI is not the same as either factor investing or passive investing.

### **Current EBI definition misses some important points**

EBI as defined above in my opinion misses or misuses some major elements:

- EBI should always be research-based and therefore should develop with further research over time.
- EBI is not necessarily completely forecast-free, since forecasts can be based on evidence (e.g. see “215 years of Momentum”<sup>16</sup>)
- EBI is not necessarily passive because there is no such thing as 100% passive investing (see Blog<sup>17</sup>). Passive investing is only possible after restrictions have been applied such as long-only or US-only or large-cap only etc..
- EBI should consider emotions since they influence investment decisions which has been well documented by research.
- EBI is not necessarily the same as quantitative investment. Quantitative investing could base on data mining or spurious correlations and therefore is not evidence-based.

### **EBI guidelines**

In my opinion, an investment can be described as evidence based if it follows these principles:

1) Use all data and research which you can gather efficiently, e.g. Damodar (since 1928), Shiller (since 1871), French (since 1920)<sup>18</sup> and SSRN or Researchgate<sup>19</sup>. Forecasts are allowed but

---

<sup>14</sup> <https://www.robeco.com/de/unsere-expertise/quantitative-investing/glossary/evidence-based-investing.html>

<sup>15</sup> <https://portfoliosolutions.com/evidence-based-investing>

<sup>16</sup> <https://www.valuewalk.com/2015/06/215-years-of-global-multi-asset-momentum-from-1800-to-2014/>

<sup>17</sup> <http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/>

<sup>18</sup> for the data sources see „externe Quellen“ at [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>19</sup> [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); [www.researchgate.net](http://www.researchgate.net)

should be falsifiable (see Blog<sup>20</sup>). Contradicting data and/or research should be mentioned if they can be known with reasonable effort.

2) Use adequate models. This means not to base on the efficient-market hypothesis and to take behavioural aspects into consideration.

3) Make assumptions and restrictions (e.g. long-only, no leverage, costs of implementation) transparent and explain them. If possible, previous trials should be mentioned. Unrestricted (big) data analysis and usually "hypothesis-free" data-mining should be avoided. Research/hypothesis driven data-analysis to discover new relationships is permitted, though.

4) Make sure or transparent that small variations in inputs, models or restrictions do not result in large variations in output (robustness).

5) Use fitting and challenging benchmarks. This means that equity portfolios should also be benchmarked against often difficult to beat equal-weight (1/N) portfolios, multi-asset portfolios against 50/50 equity/bond allocations and "risk managed" portfolios against simple trading strategies such as 200day trendfollowing.

6) EBI is rules based but rules can evolve over time and the rules may be changed by people. The rules can also be "individual". Imagine a rules-based ESG (Environment, Social, Governance) portfolio which contains several stocks and one of them is (additionally) excluded by an investor because she is vegan and the standard ESG portfolio did not have a rule to exclude „non-vegan“ stocks. Typical discretionary investment is usually not compatible with EBI, though.

Others should be able to replicate the EBI results. Only if an investment fulfills all the above mentioned guidelines, it should be called EBI.

## **EBIA explained**

Evidence based investment analysis (EBIA) should use these principles to analyse investment portfolios. Most importantly, EBIA should critically question investment recommendations regarding the evidence on which the recommendations are based. Especially, EBIA focuses on the assumptions, data, models and restrictions used.

EBIA should be applied to all portfolios, not only the few portfolios which claim to be evidence based. EBIA is therefore much more important than EBI.

## **Problems with EBI and EBIA**

The problem with EBIA is that most of the investment products currently offered would not look very convincing. But that is no reason to discard EBIA.

---

<sup>20</sup> <http://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/>

For products following the EBI guidelines above it may be problematic to protect „investment“ secrets, since they have to be very transparent so that the evidence can be analysed. For non-public portfolios this should be solved with „confidentiality agreements“. For public EBI portfolios we need good intellectual capital protection and also good ethical behaviour by portfolio managers and investors alike.

### Good examples of EBI?

I found several not so convincing examples of „passive“ and data-mining based „factor“ portfolios which claim to be EBI.

Although at the time of launching my own company Diversifikator ([www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) at the beginning of 2016 I did not know the concept of EBI, I think that my approach with Diversifikator comes pretty close to EBI:

All Diversifikator portfolios are fully rules based, the rules are transparently documented (see "Das Diversifikator Buch"), we document all backtest-failures and variations (see "Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen"), we also archive all previous documentations (see "Archiv") and provide daily data for backtests and live performance analysis (see "Excel-download"). Also, all trades are documented (see "Alle Portfolioänderungen" in "Archiv").

### EVIDENCE BASED INVESTMENT ANALYSIS - NEW (FIRST?) ONLINE TRAININGS AVAILABLE (9-2018)

DVFA, the German association for financial analysis and asset management, has just published two training videos for Evidence Based Investment Analysis ([English version<sup>21</sup>](#) and [German version](#), initial DVFA EBIA publication see [here<sup>22</sup>](#); an EBIA text see [here<sup>23</sup>](#)). I am proud that I have been asked to develop and provide the trainings. According to my knowledge, they are quite unique. Here is the summary in English:

### What should you learn?

With the help of these trainings you should be able to identify typical critical errors of „professional“ investors and learn to ask the most important questions regarding the key investment topics: Asset allocation including alternative asset classes, manager and fund selection, security selection and position weightings as well as risk (overlay) management including opportunities for responsible investments.

### Description

---

<sup>21</sup> <https://shop.dvfa.de/products/evidence-based-investment-analysis-ebia-eng>

<sup>22</sup> <https://shop.dvfa.de/products/evidence-based-investment-analysis-ebia>

<sup>23</sup> <http://prof-soehnholz.com/finanzanalysten-und-produktanbieter-koennten-probleme-mit-evidence-based-investment-analysis-ebia-haben/>

During the course you will receive an introduction to traditional e.g. scenario based as well as alternative asset allocation approaches such as Naive and Zero Based Asset Allocation which are not „pseudo-optimized“ and we introduce an uncommon multi-asset benchmark. In addition, you will learn typical problems with quantitative and factor based fund and security selections, weightings and benchmarks. One chapter focuses on the attractiveness of environmental, social and governance factors for stock selection compared to factor or so called smart beta approaches. In addition, typical risk management problems will be shown e.g. sensitivities regarding the use of „signals“. On the other hand, it will be shown how risk overlays could significantly increase the allocation to illiquid investments. Also, we introduce an unusual classification of investment philosophies. The most important takeaways should be (how) to question assumptions, restrictions, models and data used by typical „professional“ investors.

The course is mainly based on the book Söhnholz, D., Rieken, S., Kaiser, D. (2010): Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselektion: Das Diversifikationsbuch, Gabler-Verlag 2010 (German only).

### **Training information**

English version: Duration 72 minutes, 12 video nuggets, one presentation document, EUR 142,80.

German version: Duration 140 minutes, 24 video nuggets, one presentation document, EUR 142,80.

Conflict of interest information: I will receive a (small) part of the revenues for the trainings.

## **FINANZANALYSTEN UND PRODUKTANBIETER KÖNNTEN PROBLEME MIT EVIDENCE BASED INVESTMENT ANALYSIS (EBIA) HABEN (7-2018)**

Inzwischen habe ich mehrere Vorträge zum Thema Evidence Based Investment Analysis (EBIA) vor Analysten und andere Marktteilnehmern gehalten. Dabei wurden zwei besonders wichtige Fragen gestellt. Frage 1: Finanzanalysten scheinen das Konzept grundsätzlich sehr gut zu finden, haben aber Angst um ihre Jobs. Ist diese Angst berechtigt? Frage 2: Anleger profitieren am meisten von EBIA. Wie können sie sicherstellen, dass sie gute Investmentanalysen erhalten?

Hierzu habe ich einige Anmerkungen und Ideen:

### **EBIA mit konkreten Anforderungen an Analysten**

Im Kern geht es bei EBIA - wie die Bezeichnung schon sagt - darum, dass Investmentanalysen auf Evidenzen basieren sollten.

Konkrete EBIA-Forderungen an Investmentanalysten lauten (s. auch DVFA<sup>24</sup>):

- Alle effizient verfügbaren Daten und Research sollten berücksichtigt und widersprechende Daten und Research sollten erwähnt werden.
- Vorhersagen/Prognosen sollten begründet werden und falsifizierbar sein (Angabe von Zielwerten/Ranges bzw. Zielterminen/Ranges).
- Es sollen adäquate Modelle (unter Berücksichtigung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse) ausgewählt werden.
- Analysen sollten auf Basis von Hypothesen erfolgen.
- (Big) Data Mining soll vermieden werden. Alle - gerade auch "gescheiterte" - Analyseversuche sollten transparent gemacht werden.
- Wenn Restriktionen und kleine Änderungen im Input zu größeren Veränderungen im Output führen, sollte das ebenfalls transparent dokumentiert werden.
- Es sollen adäquate Vergleiche/Benchmarks gewählt werden.
- Alle Kosten, die mit der Umsetzung der Erkenntnisse verbunden sind, sollen berücksichtigt werden.

### **Wollen Investmentanbieter Evidenz in dieser Form zeigen?**

Diese EBIA-Forderungen sind aus Anlegersicht sofort nachvollziehbar. Anbieter von Investments tun sich damit aber möglicherweise schwer. Das soll an einem fiktiven Beispiel illustriert werden:

Das Management eines Produkthanbieters möchte ein neues Produkt auf den Markt bringen. Ziel ist es, an dem wachsenden sogenannten Smart Beta Markt zu partizipieren. Der Finanzanalyst wird um Produktvorschläge gebeten.

Wenn der Finanzanalyst an effiziente Märkte glaubt, darf er gar keinen Produktvorschlag machen, denn eine Outperformance ist dann ja nicht möglich. Daher nehmen wir an, dass der Analyst nicht an immer voll effiziente Märkte glaubt.

Er durchsucht daher zunächst systematisch die akademische und praxisorientierte Fachliteratur, z.B. mit Hilfe der Datenbank [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Dort findet er z.B. viele Studien die zeigen, dass es aktiven Portfoliomanagern typischerweise nicht gelingt, passive Benchmarks outzuperformieren. Denselben oder anderen Studien ist zu entnehmen, dass es einen Publikationseffekt gibt: Kurz nachdem „Marktanomalien“, die Outperformances ermöglichen sollen, publiziert wurden, verschwinden diese typischerweise. Ganz aktuellen Analysen zufolge gab es z.B. den vielgenutzten Small Cap Effekt sogar nie<sup>25</sup> und viele statistischen Analysen sind nicht aussagekräftig<sup>26</sup>.

### **Mühsame Suche nach und hohe Anforderungen an Outperformance**

---

<sup>24</sup> <http://www.dvfa.de/verband/themengremien/evidence-based-investment-analysis.html>

<sup>25</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3197891](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3197891)

<sup>26</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3192611](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3192611)

Wenn der Analyst Optimist ist, kann er trotzdem versuchen, eine noch nicht von anderen identifizierte Outperformancechance zu finden. Dazu kann er grundsätzlich große Datenmengen effizient mit leistungsfähiger Software durchsuchen. Ein besonders fortschrittlicher Analyst nutzt neben klassischen Finanzdaten auch extrafinanzielle Daten, Textanalysen, Sentimentanalysen, maschinelles Lernen etc..

Die Suche kann ohne explorativ oder Hypothesenbasiert sein. Hypothesen können wiederum aus wissenschaftlichen Papieren abgeleitet werden, für die es vielleicht noch nicht viele datenbasierte Analysen gibt.

Angenommen der Analyst findet Outperformancemöglichkeiten, dann muss die Outperformance so hoch sein, dass sie die Produktkosten der Anleger übersteigen. Bei Retailprodukten können neben den direkten Produktkosten auch die Implementierungskosten auf Anlegerseite ziemlich hoch sein. Die Messlatte für Outperformance ist also sehr hoch gelegt.

Außerdem muss der Analyst überzeugt sein, dass die Outperformance auch noch einige Zeit anhält. Wenn andere die Ansätze des Analysten kopieren, ist die Outperformance bald gefährdet. Produkthanbieter legen daher ungerne Details ihrer Analysen bzw. Vorgehensweisen offen. Selbst wissenschaftliche Studien oft nicht einfach replizierbar, weil Ihnen wesentlichen Angaben fehlen, die für einen Nachbau erforderlich sind (und weil kleine Änderungen in Inputs bzw. Modellen oft zu großen Änderungen in Outputs führen).

### **Transparenzdilemma**

Wenn der Analyst den oben genannten EBIA Prinzipien folgt, müsste er darauf bestehen, dass alle Versuche, die dem finalisierten Produkt vorausgingen, veröffentlicht werden. Außerdem müssten Tests durchgeführt und veröffentlicht werden, die zeigen, inwieweit kleine Abweichungen in den Restriktionen oder Modellen für das Produkt zu Änderungen im Output führen. In der Reinform von EBIA müssten zudem alle dem Produkt zugrunde liegenden Regeln und Kosten transparent gemacht werden.

Wenn der Analyst seine Analysen offenlegt, können diese identifizierten Outperformancemöglichkeiten aber sehr einfach von anderen kopiert werden.

### **Anbietermanagement wird Bedenken haben**

Das wird aber das Management des Produkthanbieters nicht wollen. Die Furcht vor Kopierern bzw. Dieben von geistigem Eigentum ist grundsätzlich gerechtfertigt, zumal es bisher noch keinen effizienten Schutz von geistigem Eigentum im Finanzbereich gibt. Allerdings ist das Reputationsrisiko für Kopierer/Diebe sehr hoch, wenn herauskommt, dass sie ohne "Lizenz" kopiert bzw. gestohlen haben.

Aus Managementsicht besteht das Risiko aber vor allem darin, dass möglicherweise die Forderung erhoben wird, volle Transparenz auch für alle anderen bisher schon angebotenen Produkte bzw. Services zu bieten. Dann würde sich ziemlich sicher zeigen, dass viele der angebotenen Produkte nur außerordentlich geringe Outperformancechancen haben. Selbst für ein

sauber nach EBIA Kriterien entwickeltes und vermarktetes Produkt könne sich die Voraussetzungen ändern, so dass sogar der Produktentwicklungsanalyst zu der Meinung kommen kann, dass das Produkt nicht mehr aktiv vermarktet oder sogar abgewickelt werde sollte.

### **Muss der Analyst fehlende Outperformancemöglichkeiten melden?**

Wenn der Analyst, der sich zu EBIA verpflichtet, das so sieht, hat er ein Problem. Darf er weiter für eine solche Firma arbeiten, ohne etwas zu sagen, obwohl er weiß, dass Anlegern möglicherweise geschadet wird? Muss er Missstände offen legen? Darf er in der Konsequenz vielleicht nur noch für Firmen bzw. in Unternehmensbereichen ohne Outperformanceanspruch arbeiten, also für Anbieter von Indexprodukten?

### **EBIA-Chancen für Buy-Side Analysten, denn Anleger müssen auf unabhängiges Research setzen**

Buy-Side Analysten sind von dieser Kritik weniger betroffen, denn sie sind ja gefordert, bestehende und neue Produkte auf ihre Evidenz hin zu überprüfen. Besonders wenn sich Anleger nicht darauf verlassen können, dass Sell-Side Analysten bzw. Produkthanbieter EBIA Regeln folgen, sollten sie ihre eigenen Analysekapazitäten haben bzw. unabhängiges Research einkaufen. Zusätzliche Analysekosten können Anleger zumindest teilweise dadurch finanzieren, dass sie statt teurer aktiver Produkte künftig günstigere passive Produkte einkaufen.

Die wichtigste Forderung ist daher zunächst, dass Anleger EBIA entweder selbst durchführen müssen oder Research einkaufen, das EBIA-Anforderungen genügt.

### **Sell-Side Analysten müssen intern kritisieren oder sogar Whistle-Blower werden**

Wer mit seinen Forderungen weiter gehen will, fordert EBIA auch von Produkthanbietern und deren Sell Side Analysten.

Analysten, die bei ihren Arbeitgebern feststellen, die bestimmte Produkte oder Services nicht EBIA-Kriterien genügen, sollten zunächst intern versuchen, für deren Änderung bzw. Einstellung zu sorgen. Wenn das nicht geschieht, kann man über eine Pflicht nachdenken, „Whistleblowing“ zu betreiben, besonders wenn Analysten denken, dass Anleger nachhaltig geschädigt werden könnten.

Dieses Whistleblowing kann in einem ersten Schritt an eine Branchenvereinigungseinrichtung erfolgen, z.B. den Ombudsmann des Bundesverbandes Investment und Assetmanagement (BVI).

Wenn sich die Investmentbranche EBIA-Prinzipien verpflichten würde, könnte sie damit selbst etwas für ihre Reputation tun. Ein solcher Branchenverband könnte auch zumindest nationale Konflikte in Bezug auf das Kopieren bzw. den Diebstahl von Investmentideen behandeln.



Nur wenn die Branche bei der Selbstregulierung versagt, müssen weitere Eskalationsmöglichkeiten angedacht werden.

### **EBIA Vorreiter DVFA**

Die DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalysten) hat EBIA meines Wissens international als erstes „besetzt“.

Wenn EBIA künftig zum Kodex von Analysten gehören sollte, was zu erhoffen ist, dann werden es Analysten bei einigen Produkthanbietern schwer haben, die sich diesen Prinzipien nicht verpflichten wollen.

### **Anleger müssen aktiv nach EBIA fragen**

Andererseits könnten Anleger bei ihrer Produktselektion künftig nachfragen, ob Anbieter einem EBIA Kodex folgen. So kann vor allem von der einflussreichen institutionellen Anlegerseite Druck auf Investmentanbieter ausgeübt werden.

Anbieter, die sich zu EBIA verpflichten, werden damit nicht nur als Produkthanbieter sondern auch als Arbeitgeber für Sell-Side Analysten, für die EBIA wichtig ist, wieder interessant.

### **Rosige Zukunft vor allem für passive Anlagen, illiquide Investments und Buy-Side Analysten**

Wahrscheinlich würde das dazu führen, dass künftig weniger diskretionäre Angebote angeboten werden und Anbieter keine Outperformance z.B. von Smart Beta Produkten mehr suggerieren, womit diese ganze Marktsegment gefährdet wird.

Besonders Buy-Side Analysten werden aber weiter stark gefragt sein: Nach sehr vielen Schätzungen wird es gibt künftig weiterhin eine große Nachfrage nach Kapitalanlagen geben. Außerdem es gibt mehr Indizes als einzelne Wertpapiere. Und eine Diversifikation über verschiedene Indizes bzw. Anlagesegmente wird von EBIA ja nicht grundsätzlich hinterfragt.

Für manche Anlagesegmente, wie viele illiquide Anlagen, gibt es dagegen kaum Indizes aber dafür wesentlich höhere Prüfungsanforderungen als für grundsätzlich jederzeit verkaufbare liquide Investments. Und illiquide Investments sind in vielen Portfolios nur zu einem geringen Anteil vertreten.

Außerdem wird sehr viel zu Kapitalanlagen publiziert, aber viele Publikationen entsprechen nicht allen EBIA Kriterien und müssen daher kritisch und teilweise zeitaufwändig geprüft werden.

Das ergibt genug Analyse- und Anlagemöglichkeiten, um zahlreiche Anbieter und Sell-Side Analysten zu rechtfertigen. Und Anleger bzw. Buy-Side Analysten haben mit der Auswahl von und der Allokation zu passiven und illiquiden Investments viel zu tun.

## EVIDENCE BASED INVESTMENT ANALYSIS: >20 KOSTENLOSE LERNVIDEOS (7-2021)

In den über 20 kritischen Kurz-Videos des [E-Kurs zum Thema „Evidence Based Investment Analysis“](#) (Link für die gewerbliche Nutzung. Weiter unten findet sich ein Link für die kostenlose private Nutzung) werden zunächst Grundlagen traditioneller und alternativer Asset Allokationen dargestellt. Darüber hinaus erfährt man etwas zu Ansätzen und typischen Fehlern (quantitativer) Manager- und Fondsselektion sowie zur Positions- bzw. Wertpapierselektion. Dabei wird auch auf Schwierigkeiten mit sogenannten verantwortungsvollen Kapitalanlagen eingegangen. Ein weiterer Lerninhalt besteht im Thema Risikomanagement bzw. Overlays und deren möglichen Problemen. Zum Ende des E-Kurses geht es um unterschiedlich Investmentphilosophien. Den Schwerpunkt bildet die Kritik von Annahmen, Restriktionen, Modellen und Datennutzungen traditioneller Kapitalanlagen sowie das Aufzeigen von Alternativen.

Grundlage des Kurses ist die um aktuelle Erkenntnisse erweiterte folgende Publikation: Söhnholz, D., Rieken, S., Kaiser, D. (2010): Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselektion: Das Diversifikationsbuch, Gabler-Verlag 2010.

Der Kurs stammt aus dem Jahr 2018 und ist jetzt erstmals frei verfügbar.

Das sind die Bestandteile:

- 1 Einführung in die Evidence Based Investment Analyse

---

- 2 Gliederung, Magisches Dreieck und die Kernbegriffe der Evidence Based Investment Analyse

---

- 3 Theoretische und praktische Asset Allokationen u.a. der Stiftungen der Universitäten von Harvard und Yale

---

- 4 Klassische Investmentmodelle im Kurzüberblick: Markowitz, Tobin, Sharpe und das Capital Asset Pricing Model

---

- 5 Kritik an der Markowitz-Optimierung, Simulationen und Szenarien, Risiko-Paritätische Allokationen und ein alternativer Ansatz: die Zero-Based Asset Allokation

---

- 6 Rendite-, Korrelations-, Volatilitäts- und Normalverteilungen und mehrere Probleme klassischer Optimierungen (Achtung: Bitte neuestes Research beachten)

---

v.a. [Justifying Mean-Variance Portfolio Selection when Asset Returns Are Skewed](#) von Frank Schuhmacher, Hendrik Kohrs und Benjamin Auer vom 18. Januar 2021)

---

7 Ein einfacher, aber sehr effizienter neuer Allokationsansatz: Die naive Zusatzdiversifikation und umgekehrte Core-Satellite Ansätze sowie ein neues Drei-Fonds-Theorem

---

8 Es ist völlig unklar, wie viele Assetklassen es gibt und ein Marktsegmentierungsbeispiel für Immobilieninvestments

---

9 Eine naive Assetallokation (mit ETFs) ist stark von der Assetklassendefinition abhängig

---

10 Die Weltmarktallokation als passivster Asset Allokationsansatz und ETF-Selektionsmöglichkeiten

---

11 Unterschiedliche Investmentprodukte bzw. Verpackungen, Rohstoffsegmente, Hedgefondsselektion und aktive Fonds mit negativem Alpha

---

12 Unterschiedliche Hedgefondsegmente, quantitative Fondsselektionsansätze, Peergroupbildung sowie traditionelles und alternative Betas

---

13 Faktoranalysen, Szenarioanalysen und Stresstests

---

14 Bedeutung und Probleme qualitativer Fondsselektionen

---

15 ESG als Selektionskriterium und ESG Mythen inklusive Kritik an Überdiversifikationen

---

16 Vergleich unterschiedlicher Weltaktienindizes und diverse Indexgewichtungsansätze

---

17 Gesamtrisikouberblick, unterschiedliche Risikomanagementansätze und Risikomanagementmethoden sowie dynamische Asset Allokationen

---

18 Pfadabhängigkeiten beim Cost Average Effekt und Rebalanzierungen

---

19 Ein Risiko-Overlaybeispiel und Probleme von Tracking Error Restriktionen

---

---

Unterschiedliche Risikosteuerungsansätze und ETF-Portfolios im Vergleich zu  
20 Indexportfolios

---

21 Trendfolge: Große Auswirkungen kleiner Änderungen

---

Ein Risiko-Overlay für Hedgefonds und andere (illiquide) Anlagen könnte zu höheren  
22 Allokationen zu alternativen Anlagen führen

---

Diverse Akteure bei der Kapitalanlage, Klassifikation unterschiedlicher  
23 Investmentphilosophien und 100% passiv geht nicht

---

24 Evidence Based Investment Analyse: Zusammenfassung

---

25 Warum evidenzbasierte Investmentanalysen so wichtig sind

---

26 Lebenslauf Dirk Söhnholz

---

Link zum kostenlosen E-Kurs für die private  
Nutzung: <https://wertpapiertreuhand.de/soehnholz/lehrvideos.html>

Auch eine (kostenpflichtige) Version auf Englisch ist verfügbar: [Evidence Based Investment Analysis \(EBIA\) – English\\*\\*\\* – DVFA GmbH \(dvfa-akademie.com\)](https://www.dvfa-akademie.com/en/evidence-based-investment-analysis-ebia-english).

Vgl. auch [Finanzanalysten und Produktanbieter könnten Probleme mit Evidence Based Investment Analysis \(EBIA\) haben](#) und [Evidence based investment analysis \(EBIA\): A new term every financial analyst and investor should know](#) sowie [Evidence-Based Investing – Interessant für alle Passiv- und Robo-Advisor Fans](#)

## PROFESSIONELLES MULTI-ASSET MANAGEMENT IST KEIN ERFOLGSGARANT (8-2016)

In den letzten 10 Jahren haben kapitalgewichtet-aggregierte Fonds gleichgewichtet-aggregierte Fonds outperformt, was für gute Fondselektionsfähigkeiten von Anlegern spricht<sup>27</sup>. Die Outperformance kommt vor allem dadurch zustande, dass mehr Geld in günstige als in teure Fonds investiert wird. Anleger haben danach aber keine guten Asset Allokationsfähigkeiten:

---

<sup>27</sup> Rekenhaller, John: Good Selection, Bad Timing for Fund Investors, Morningstar, 10.8.2016 (für in den USA verkaufte Fonds)

Investors „would be better off doing what they’re already doing with their fund selection and keeping their asset allocation rigorously, strictly strategic.“

Profis scheinen die Asset-Allokation in einigen Fällen etwas besser als Laien hinzubekommen: „Allocation funds fare better than the rest, because target-date funds have positive return gaps, but they are still negative“. Das ist nicht befriedigend, zumal es noch schlechtere Untersuchungsergebnisse für die Asset-Allokationsfähigkeiten von Profis gibt: So wird in einem anderen Morningstar-Beitrag in Bezug auf das besonders schnell wachsende Segment von (Multi Asset) Target Return (Zielrendite) Fonds festgestellt, dass diese in den letzten Jahren enttäuschende Renditen bei höheren Risiken im Vergleich zu passiven Benchmarks geliefert haben<sup>28</sup>. Das ist vor allem auf hohe Kosten aber auch auf schlechte Allokationen der Fonds zurückzuführen.

Objective Based Fonds setzen neben Target Return auf Einkommen (Income bzw. Dividenden), geringe Volatilität (Schwankungen) oder Inflationsschutz. In einer weiteren Morningstar Studie zu diesen Fonds wird festgestellt: „A healthy number of funds accomplish their objective, though comparable blended indexes would do the same, and usually with higher returns and lower volatility.“<sup>29</sup>

In einer anderen Untersuchung zur Performance von Tactical Allocation Fonds stellt Delorme fest<sup>30</sup>, dass über 5 Jahre kein einziger Tactical Allocation Fonds eine passive Benchmark risikoadjustiert geschlagen hätte und es über 10 Jahre auch nur sehr wenige Fonds geschafft hätten. Und in Großbritannien wird bemängelt, dass zwei Drittel der Absolute Return Fonds ihren Anlegern in der analysierten Periode Verluste einbrachten<sup>31</sup>. Die möglicherweise falschen Versprechungen dieser Fonds werden inzwischen von der britischen Finanzaufsicht untersucht.

Wenn Anleger den Analysen von Morningstar folgen würden, würden Sie wohl nur noch passive Asset Allokationen nutzen<sup>32</sup>.

## DÜRFEN PROFIS PROGNOSEFREI ANLEGEN? (9-2014)

Es gibt nur wenige Investmentprofis, die zugeben, dass sie nicht besonders gut im prognostizieren sind. Es gibt noch weniger, die versuchen, komplett auf Prognosen zu verzichten. Und es gibt fast keinen, der Prognosefreiheit als besonders positiv herausstellt. Prognosefrei heißt aber nicht annahmefrei. Investieren ohne Annahmen geht nicht<sup>33</sup>.

Aber was ist der Unterschied zwischen einer Prognose und einer Annahme? Am einfachsten kann man das anhand von Beispielen erklären: Alle Fonds der Veritas Investment GmbH

---

<sup>28</sup> Yang, Janet: Absolute-Return Funds Aren’t Hitting Their Mark, Morningstar 16.8.2016

<sup>29</sup> Morningstar: A Review of objectives based funds, Juni 2016

<sup>30</sup> Delorme, Luke: How „Tactical Allocation“ Mutual Funds Fared over the last 5 years“, Advisors Perspectives, 9.8.2016

<sup>31</sup> „Das Investment“ vom 16.8. mit Verweis auf eine entsprechende Financial Times Meldung

<sup>32</sup> Interessanterweise ist Morningstar der wohl größte Spezialist für das Research aktiv gemangter Fonds).

<sup>33</sup> siehe auch Kapitel „Es gibt keine völlig passive Kapitalanlage“

werden komplett systematisch und prognosefrei gemanagt. Dabei werden Vergangenheitsdaten systematisch analysiert und für die Aktienfonds die Aktien mit den besten kombinierten Qualitäts-, Value-, extremeVaR und ESG- bzw. Governance-Scores ins Portfolio aufgenommen. Schätzungen für zukünftige Daten wie z.B. Analystenschätzungen werden aber nicht verwendet. Die wichtigste Annahme ist, dass Aktien, die nach dem o.g. kombinierten Score selektiert und kombiniert werden, in Zukunft ein gutes Portfolio ergeben.

Ähnlich ist es bei den vermögensverwaltenden Fonds der Veritas. Die Basisallokation der defensiven Fonds erfolgt mit dem Risk@Work Ansatz. Dieser basiert auf Millionen von Simulationen anhand von möglichst langen Zeitreihen von Vergangenheitsdaten. So können Portfolios gefunden werden, die mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit die gerade noch akzeptierten maximalen Verlustgrenzen einhalten. Um aus mehreren solcher Portfolios das „beste“ zu selektieren, können für die verwendeten Anlagen Renditeschätzungen verwendet werden. Diese können je nach Investor unterschiedlich sein. Veritas selbst nutzt dazu nur Vergangenheitswerte. Abhängig von der Länge der Periode, die für die Vergangenheit herangezogen wird, können sich diese Renditeschätzungen unterscheiden. Der Ansatz ist also annahmeabhängig. Allerdings werden zu keinem Zeitpunkt Prognosen im Sinne von Einzel- oder Bandbreiten-Datenschätzungen für Zeiten bzw. Perioden in der Zukunft verwendet. Das gilt auch für die von Veritas verwendeten Trendfolgesysteme. Die Annahme dahinter ist zwar, dass bestimmte Trends weiter laufen oder abbrechen, aber Prognosen im hier verwendeten Sinn werden nicht benötigt.

Wenn man professionelle Anleger fragt, ob sie jemanden kennen, der besonders gute Prognosen erstellt, erhält man oft eine negative Antwort. Und man braucht sehr viele Prognosen, um eine klassische Optimierung zu machen, speziell wenn man mehrperiodische Optimierungen über mehrere Anlagesegmente machen will.

Vielleicht künftig mehr Anlageprofis zugeben, dass sie weder gut sind im prognostizieren noch jemanden kennen, bei dem sie gute Prognosen einkaufen können.

## INVESTMENTPHILOSOPHIE: PROGNOSEFANS SOLLTEN PROGNOSEFREIE PORTFOLIOS NUTZEN (6-2018)

Meine Firma Diversifikator verfolgt eine (regelbasiert-)prognosefreie Investmentphilosophie. Das wird von manchen Vermögensverwaltern und Banken kritisiert, da diese meist eine prognosebasierte Philosophie verfolgen. Dabei sind prognosefreie Portfolios für Prognoseanhänger besonders interessant (s.a. "Dürfen Profis prognosefrei investieren?"<sup>34</sup> und "Logische und verantwortungsvolle statt pseudo-optimierte Portfolios"<sup>35</sup>).

### **Prognostiker sollten keine diskretionären Fonds empfehlen**

Wenn man einen vollkommen diskretionären („frei agierenden“) Multi-Assetfonds kauft, ist der Manager des Fonds für die Prognosen zuständig. Er hat ziemlich sicher Erwartungen bzw. konkrete Prognosen für Aktienkurse, Anlagefaktoren wie Value oder Small Cap, Zinsen und

<sup>34</sup> <http://prof-soehnholz.com/prognosefrei-investment-fonds-philosophie-profi-fondsmanager/>

<sup>35</sup> <http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/>

Wechselkurse und richtet sein Portfolio entsprechend aus. Die Ausrichtung und Anlagestrategie kann sich grundsätzlich jederzeit ändern, sofern die meist breit gefassten Anlagebedingungen eingehalten werden.

Ein Anlageberater, der seinen Kunden einen solchen Fonds empfiehlt, kann zwar eigene Prognosen haben, aber sie reflektieren sich nicht in der Fondsanlage, da der Fondsverwalter typischerweise völlig unabhängig vom Kundenberater agiert. Einen Fonds mit Prognosen zu finden die immer den Prognosen des Beraters entsprechen, ist wohl ausgeschlossen.

### **Prognostiker sollten keine Multi-Asset Fonds empfehlen**

Ein Berater, der Anlagen haben möchte, die mit seinen Prognosen kompatibel sind, darf also eigentlich nur prognosefreie Fonds empfehlen. Prognosefreie Multi-Asset Fonds gibt es allerdings kaum, wenn man von starren Mischfonds absieht. Mit solchen inflexiblen Fonds kann man zudem seine Prognosen nicht umsetzen. Der Anlageberater kann seine Prognosen aber mit einer Kombination von einzelnen passiven Fonds/ETFs umsetzen. So kann man den Kauf bzw. Verkauf dieser Fonds empfehlen, wenn sich seine Prognose ändert.

### **Prognosefreie Fonds sind auch für Endkunden attraktiv**

Die Situation wird noch komplexer, wenn auch der Endkunde Prognosen hat. Er wird kaum einen Berater finden, dessen Prognosen mit seinen übereinstimmen. Daher ist es auch für den Anleger attraktiv, wenn der Berater prognosefreie Fonds nutzt, die vom Anleger relativ einfach überwacht werden können und deren Kauf/Verkauf vom Anleger einfach initiiert werden können.

### **Prognosebasierte performen schlechter als prognosefreie Fonds**

Ein weiterer Grund, warum eine prognosefreie Investmentphilosophie von vielen traditionellen Marktteilnehmern zunächst abgelehnt wird ist die Annahme, dass Outperformance ohne Prognosen sehr schwierig ist.

Outperformance ist aber generell sehr schwierig, wie die vielen kritischen Studien zu aktiven Fonds zeigen. Und fast alle aktiven Fonds sind prognosebasiert. Passive Fonds performen meist besser als aktive Fonds. Das liegt vor allem an den relativ niedrigen Kosten von passiven Fonds. Das prognosebasierte Anlagen prognosefreie Anlagen outperformen ist also alles andere als sicher.

### **Unklar, was eine Prognose ist? Prognosen müssen falsifizierbar sein**

Unter einer Prognose verstehe ich eine falsifizierbare Aussage im Sinn einer konkreten Vorhersage für einen konkreten Zeitpunkt bzw. -raum. „Der DAX wird irgendwann steigen“ ist nicht falsifizierbar und danach keine Prognose sondern allenfalls eine vage Erwartung. „Der DAX wird Ende 2018 zwischen 12.000 und 14.000 stehen“ dagegen ist eine Prognose, denn die Aussage ist falsifizierbar. Auch bedingte "wenn-dann" Prognosen sind möglich. Auch Häufigkeitsprognosen können falsifizierbar sein, z.B. "Bis Ende 2018 wird der DAX in 50% der Börsentage mehr gewinnen als verlieren". Schwierig wird es aber mit der Falsifizierbarkeit

von Wahrscheinlichkeitsaussagen wie "Mit einer 50%igen Wahrscheinlichkeit wird der DAX Ende 2018 über 13.000 Punkten stehen".

Prognosefrei heißt aber nicht annahmefrei. Annahmefreies Investieren ist nicht möglich.

Diversifikator nutzt mehrere wichtige Annahmen: So wird angenommen, dass eine breite Diversifikation über viele Anlageklassen auch viele Renditechancen ermöglicht. Außerdem wird angenommen, dass eine Gleichgewichtung innerhalb von Anlagesegmenten die Renditechancen erhöht und dass ESG (Environment, Social, Governance)-Ausschlüsse die Renditeerwartungen nicht senken. Es werden jedoch keinerlei konkreten diesbezüglichen Prognosen genutzt.

### **Annahmen sollten transparent sein**

Berater, die Portfolios empfehlen, sollten deren wichtigste Annahmen kennen und sie mittragen. Sie können jedoch trotzdem selbst konkrete Prognosen haben, z.B. zu einzelnen Immobilienmarktentwicklungen. Das entsprechende Musterportfolio von Diversifikator enthält keinerlei Prognosen über einzelne Immobiliensegmente- oder Immobilienaktienentwicklungen. Portfolioänderungen ergeben sich nur, wenn die Portfolioregeln verändert werden. Portfolioregeln umfassen z.B. die Anzahl der Aktien, die Gewichtung der Aktien zueinander etc.. Die Regeln werden vorab kommuniziert und sind damit transparent und überprüfbar.

### **Prognosefreie (regelbasierte) Fonds können leichter modifiziert werden**

Dieses Portfolio kann z.B. aus Sicht des Kundenberaters zu wenige deutsche Immobilienaktien enthalten. In dem Fall kann der Berater dem Anleger eine zusätzliche deutsche Immobilienaktienallokation empfehlen.

Falls das Portfolio aus Beratersicht eine zu hohe Allokation zu deutschen Immobilienaktien aufweisen sollte, kann das auch berücksichtigt werden, denn künftig werden Portfolios angeboten, aus denen Berater bzw. Anleger einzelne Titel bzw. Marktsegmente ausschließen können.

Ein „aktiver“ Immobilienaktienfonds dagegen, in dem Prognosen des Fondsmanagers zu einzelnen Immobilienmarktsegmenten oder einzelnen Titeln zu Portfolioänderungen führen, kann sich bei Prognoseänderungen des Managers erheblich ändern und den Immobilienprognosen des Beraters und/oder Endkunden widersprechen und daher für ihn ungeeignet sein.

### **Prognosefreie Strategien brauchen weniger Überwachung**

Bei einem prognosebasierten Portfolio sollte man daher darauf achten, dass die Prognosen des Fondsmanagers auch während der Haltedauer mit denen von Berater und Anleger kompatibel sind. Diese laufende Überprüfung ist aufwändig. Eine solche Überwachung ist bei einem prognosefreien Portfolio nicht erforderlich.



Der Endkunde oder der Berater möchten vielleicht sogar grundsätzlich wissen, warum der Portfoliomanager wann welche Trades macht. Beim aktiven Fonds muss der Portfoliomanager nachfragen, um die Antwort zu erfahren. Beim passiven Fonds muss er im Zweifel nur auf die Regeln verweisen. Der Berater kann so grundsätzlich immer wissen, wann und warum welche Bestandteile sich im Portfolio befinden.

So werden bei Diversifikators Standardportfolios die Investments nur ein Mal pro Jahr überprüft und geändert, denn alle Portfolios sind auf möglichst geringe Handelskosten ausgelegt („most passive“).

### **Prognosewidersprüche bei mehreren „aktiven“ Fonds im Portfolio**

Besonders schwierig wird es, wenn man mehrere prognosebasierte Fonds miteinander kombinieren möchte. Drei Multi-Assetfonds, die unterschiedliche Prognosen umsetzen, widersprechen sich untereinander. Das ergibt ziemlich sicher ein relativ teures aber kein effizientes Portfolio. Drei prognosefreie Multi-Assetportfolios können zwar gleiche oder ähnliche Positionen enthalten, sollten sich aber zumindest nicht gleichzeitig in ihren Strategien widersprechen.

Ähnliches gilt für spezialisiertere Fonds. Insbesondere wenn Leerverkäufe zugelassen sind macht es keinen Sinn, unterschiedliche Fonds zu halten von denen der eine „Long“ und der andere gleichzeitig dieselbe oder eine vergleichbare Position „Short“ geht.

Wenn man nur prognosefreie (passive) Investmentbausteine bzw. Portfolios nutzt muss man als Berater zudem auch der Aufsicht nur seine eigenen (ggf. prognosebasierten) Entscheidungen erklären (und dokumentieren) und nicht auch noch erklären, warum man genau den gewählten aktiven Portfoliomanager selektiert und beibehalten bzw. das Mandat beendet hat.

Hinzu kommt, dass prognosefreie (passive) Portfolios oft günstiger angeboten werden als prognosebasierte (aktive) Portfolios. Prognosefreie Portfolios zu nutzen ist also auch für Prognosefans nicht so blöd, wie es sich zunächst anhört.

### **REGELTRANSPARENZ IST WICHTIGER ALS POSITIONSTRANSPARENZ (8-2014)**

Wenn in der Anlagebranche über Transparenz geredet wird, dann geht es meist um Portfoliobestandteile und Kosten. In diesem Abschnitt geht es um weitere Dimensionen von Transparenz, vor allem um Transparenz nach Vorne und nicht nach Hinten.

Für Stiftungen gibt es seit einiger Zeit sogar spezielle Transparenzberichte. Diese enthalten ziemlich viele Zahlen und auch weitergehende Informationen über „vergangene“ Portfolios. Aber was nutzt es Anlegern, dass sie vergangene Renditen und das aktuelle Portfolio im Detail kennen, wenn es sich um einen wirklich aktiven Portfoliomanager handelt? Welche Transparenz benötigen Anleger, um das künftige Verhalten von Fonds beurteilen zu können?

Vielleicht können Sie von Profis lernen: Institutionelle Consultants empfehlen in der Regel keine Fonds ohne bzw. mit wenig Track Record. Sie möchten aus der Vergangenheit auf künftiges Verhalten schließen. Sie nehmen meist an, dass vergangene Renditen gute Indikatoren für künftige Renditen sind.

Neue ETFs, auch sogenannte Smart Beta ETFs, sammeln aber auch ohne echten Track Record teilweise viel Geld ein. Der Grund: Sie folgen offenbar überzeugenden Regeln. Anleger nehmen an, dass Regeln, die in der Vergangenheit funktioniert haben, auch in der Zukunft funktionieren werden.

ETFs müssen ihren Regeln folgen. Regelbasierte Fonds, die nicht wie typische ETFs offiziellen Indizes folgen, sind ebenfalls sehr transparent, wenn sie ihre Regeln offen legen. Oft gibt es wissenschaftliche Literatur, auf der diese Regeln aufbauen. Im Idealfall können Anleger, zumindest institutionelle Investoren oder professionelle Berater, die über entsprechende Analysefähigkeiten und Tools verfügen, können diese Regeln testen. Regeltransparenz ist also sehr wichtig für Anleger um antizipieren zu können, wie sich ein Fonds künftig verhalten könnte. Wenn dann noch „Verhaltens“-Transparenz durch dokumentierte oder über Tools nachvollziehbare Simulationen und Stresstests und vielleicht noch Positionstransparenz, also die Offenlegung aller aktuellen Positionen im Fonds, hinzukommen, kann der Fonds sogar relativ einfach kopiert werden. Deshalb scheuen viele Fondsmanager vor einer solchen Transparenz zurück.

Aber wer würde solche Fonds kopieren, selbst wenn die Regeln und Backtests sehr überzeugend sind? Ein direkter Wettbewerber kann es sich das kaum leisten, denn Kopien durch einen Wettbewerber würden schnell auffallen. Wenn das publik wird, kann das dem Erfinder der Regel nützen und dem Kopierer erheblich schaden. Einzelne Elemente der Regeln könnten natürlich von anderen Investoren übernommen werden. Aber wer sich mit Regelanalysen beschäftigt, weiß, dass oft die richtige Kombination von Regeln entscheidend ist und nicht die einzelne Regel an sich. Sogar institutionelle Investoren haben oft nicht die Ressourcen, um Fonds zu kopieren.

Regeltransparenz ist wichtiger als Positionstransparenz, denn Positionen können sich schnell ändern. Und aus Positionen abzulesen, nach welchen Regeln das Portfolio künftig genau zusammengestellt wird, ist fast unmöglich. Regeltransparenz alleine reicht aber nicht aus, damit Anleger einem Fondsmanager Geld geben. Dazu ist auch eine eher qualitative Fonds- und Managertransparenz erforderlich, die man als professioneller Investor z.B. über sogenannte Due Diligence Fragebögen erhält. Der BVI (Bundesverband Investment und Asset Management) und der BAI (Bundesverband Alternative Investments) haben solche Bögen entwickelt.

## LOGISCHE UND VERANTWORTUNGSVOLLE STATT „PSEUDO-OPTIMIERTE“ GELDANLAGEN (4-2017)

Ich nutze eine regelbasiert-optimierungsfrei Investmentphilosophie, die man als logisch statt „pseudo-optimiert“ bezeichnen kann. Auch verantwortungsvolle (ESG) Anlagen kann man so

umsetzen. Hier zeige ich, wie sich meine Anlagephilosophie entwickelt hat und wie ich sie auf verantwortungsvolle Investments anwende.

Ende der 90er Jahre war es meine Aufgabe, die weltweit besten Private Equity Fonds zu finden. Private Equity Fonds sind geschlossene Fonds, die für eine begrenzte Zeit in mehrere nicht-börsennotierte Beteiligungen investieren. Damals war Private Equity aufgrund hoher vergangener Renditen sehr populär. Anleger wollten vor allem Fonds haben, die in Technologie-Startups aus dem kalifornischen Silicon Valley investieren. Interessanterweise höre ich diesen Wunsch heute auch wieder.

Es gab aber damals auch schon Private Equity Fonds aus anderen Regionen und mit anderen Anlageschwerpunkten. Meine Kollegen und ich waren skeptisch, ob der Technologie-Boom andauern würde. Wir haben daher „naive“ Portfolios“ (Naiv“ sagen wir zu Gleichgewichtungen), in denen auch die Fonds gleichgewichtet wurden, aus den damals vier großen Private Equity Segmenten angeboten: Venture Capital (=Minderheitsbeteiligungen an jungen Wachstumsunternehmen) USA und Europa sowie Buyout-Capital (=Mehrheitsbeteiligungen an etablierten Unternehmen) aus diesen beiden Regionen. Die Rendite des Portfolios war gut, aber die niedrigste Rendite hatte Venture Capital aus den USA.

Ähnlich sind wir wenige Jahre später bei der Allokation zu Hedgefonds vorgegangen (Hedgefonds sind Fonds mit besonders großen Anlagefreiheiten z.B. in Bezug auf Derivate und illiquide Anlagen). Hedgefondsrenditen kann man einfacher messen als Private Equity Fondsrenditen, weil Hedgefonds mindestens monatlich ihre Performance veröffentlichen. Allerdings waren wir auch in diesem Fall skeptisch in Bezug auf die Vorhersagekraft vergangener in Bezug auf künftige Renditen.

Auf Beraterwunsch haben wir für jede der vier großen Hedgefondsstrategien (Equity Hedge, Relative Value, Event Driven und Tactical Trading) einen eigenen Dachfonds aufgelegt. Innerhalb der Strategien wurde das Kapital gleichgewichtet auf jeweils 10 Hedgefonds aufgeteilt. Die Kundenberater haben ihren Anlegern meist eine Gleichgewichtung der Strategien empfohlen, der auch die meisten Anleger folgten. Auch das hat sich gut bewährt. Die gute Rendite eines naiven Ansatzes sieht man an der Entwicklung der ARIX Indizes (<http://www.feri.de/investment-management/alternative-investments/hedgefonds/>).

Diversifikation, also die Streuung über verschiedene Anlagesegmente, galt bis zur Finanzkrise 2008 als das einfachste bzw. beste Mittel zur Risikosenkung eines Portfolios. Mit der Finanzkrise von 2008, die sehr viele Anlagesegmente gleichzeitig hart traf, wurde die Nutzung von Diversifikation zur Risikobegrenzung jedoch in Frage gestellt.

Auch meine Kollegen und ich haben uns intensiv mit dem Thema beschäftigt. Zu der Zeit wurden Anlegern vor allem „optimierte“ Portfoliokombinationen aus liquiden Aktien und Anleihen angeboten. Selbst wenn man komplexe und für institutionelle Anleger genutzte Optimierungsmodelle für Aktien und Anleihen verwendete, konnte man feststellen, dass die „naive“ Berücksichtigung einer weiteren Anlageklasse fast immer zu höheren Renditen oder zu niedrigeren Risiken für Anleger geführt hätte.

Die „Optimierung“ war deshalb nicht optimal, weil die Modellrestriktionen das Anlageuniversum auf liquide Anleihen und Aktien beschränkten. Selbst wenn weitere Anlageklassen zugelassen sind, werden in der Praxis Obergrenzen für die Allokation einzelner Anlageklassen mehr oder weniger willkürlich festgelegt. Das widerspricht dem Prinzip der Optimierung.

Aber nicht nur die genutzten Optimierungsmodelle sind problematisch. Auch die Eingabedaten in diese Modelle sollten hinterfragt werden. Die Modelle meist vielfältige Prognosen für Renditen, Risiken und Abhängigkeiten der Anlagesegmente untereinander. Und Prognosen sind bekanntlich schwierig, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen. Da ist es schlecht wenn man feststellen muß, dass nur kleine Änderungen der Eingabedaten oft zu großen Veränderungen der Ergebnisse führen können.

In einem gemeinsam mit damaligen Kollegen in 2010 veröffentlichten Buch (Söhnholz, D., Rieken, S., Kaiser, D. (2010): Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselktion: Das Diversifikationsbuch, Gabler-Verlag) haben wir daher eine naive Allokation über 10 „Anlageklassen“ vorgeschlagen.

„Anlageklasse“ steht dabei in Anführungszeichen, weil es keine klaren Definitionen für bzw. Abgrenzungen von Anlageklassen gibt. Je nach „Experte“ kann es erhebliche Unterschiede in der Zahl von angeblichen Assetklassen geben.

Auf der Suche nach einer objektiveren und idealerweise auch robusteren Asset Allokation bin ich inzwischen bei dem Weltmarktportfolio angekommen. Das Weltmarktportfolio entspricht der aggregierten Kapitalanlage aller Anleger weltweit. Erst seit Kurzem gibt es einigermaßen verlässliche Untersuchungen zur Zusammensetzung der Weltkapitalanlage. Der Nachbau eines solchen Portfolios hat die üblichen Nachteile von sogenannten kapitalgewichteten Portfolios: „Teure“ Anlagen werden hoch gewichtet.

Das Weltmarktportfolio hat aber einen großen Vorteil gegenüber weniger diversifizierten Anlagen: Wenn weltweit Anleihen verkauft werden, sinkt zwar der Wert der Anleihen im Portfolio des Anlegers, aber dafür wird das Kapital in andere Teile des Weltmarktportfolios investiert, z.B. Aktien oder alternativen Anlagen. Damit gewinnt der Anleger typischerweise an diesen Portfoliositionen. Und anders als bei einer naiven Gleichgewichtung von Anlageklassen ist ein solches Portfolio nicht von einer subjektiven Definition und Selektion von Anlageklassen abhängig.

Bisher wird ein auf diesen Untersuchungen basierendes Weltmarktportfolio meines Wissens nur von Diversifikator öffentlich angeboten (Details siehe „Diversifikator Asset Allokation und ETF-Selektion“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Von Anfang 2008 bis Ende 2015 hätte das mit günstigen Indexfonds (ETFs) umgesetztes Portfolio eine Rendite von 5,4% p.a. bei einer Volatilität (Schwankung) von 8,5% ergeben (die Relation bzw. Sharpe Ratio ergibt 0,63). Aktien weltweit hätten in der Zeit bei einer Rendite von 4,1% p.a. eine Schwankung von 20,5% (Relation 0,2) gehabt. Ein vergleichbar gewichtetes Aktien-/Anleiheportfolio hätte 5,0% Rendite bei 9,3% Schwankung (Relation 0,53) und ähnlichen maximalen Verlusten gebracht.

Mit einer „Optimierung“ hätte man sehr einfach ein Portfolio finden können, welches die gleichen ETFs wie das Weltmarktportfolio genutzt und nur anders gewichtet hätte. Dann hätte man in der Rückrechnung eine erheblich bessere Relation als die 0,63 erreichen können. Damit hätte das Portfolio aber wohl keine Rohstoffe oder Schwellenländeraktien enthalten, die sich in den letzten Monaten sehr gut entwickelt haben. Das nicht-optimierte und prognosefreie Weltmarktportfolio hat sich mit einer sehr attraktiven Rendite bei vergleichsweise geringen Risiken bisher jedenfalls sehr gut bewährt (s. [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Das gilt auch für die Umsetzung des Weltmarktportfolios mit nachhaltigen ETFs (ESG ETF-Portfolio).

Auch attraktive Aktienportfolios können regelbasiert-optimierungsfrei gebildet werden. So haben wir bei meinem vorherigen Arbeitgeber Aktienportfolios ab 2013 so umgestellt, dass sie auch sogenannte ESG Kriterien (Environment, Social, Governance) berücksichtigen.

Untersuchungen stellen überwiegend fest, dass Portfolios aus Aktien mit guten ESG-Bewertungen nicht schlechter und manchmal sogar besser sind als andere Portfolios. Daher spricht sehr viel dafür, verantwortungsvoll anzulegen.

ESG Spezialisten beurteilen teilweise über 100 ESG-Faktoren pro Aktie. Wir haben daher in 2013 analysiert, welchen Einfluss einzelne bzw. kombinierte dieser über einhundert ESG-Kriterien auf die Performance einzelner Aktien gehabt hätten. Unabhängigkeit des Aufsichtsrates stellte sich als wichtigstes aber einzeln trotzdem relativ unbedeutendes Kriterium heraus. Wichtiger war die Qualität der Unternehmensführung (Governance) insgesamt, während für ökologische und soziale Aspekte kaum Auswirkungen festgestellt werden konnten. Andere Untersuchungen kamen zu ähnlichen Ergebnissen.

Aufgrund von einer vorab beschränkten Zahl von Rückrechnungen mit unterschiedlichen Kriteriengewichtungen wurde bei meinem vorherigen Arbeitgeber entschieden, dass ESG-Kriterien einen Anteil von 10% an allen Aktienselektionskriterien haben sollten.

Heute nutze ich keine solchen Rückrechnungsvergleiche mehr und fokussiere auf optimierungsfreie Portfolios, die klaren und vorher festgelegten Regeln folgen. Die Regeln sind weitestgehend aus wissenschaftlichen Untersuchungen abgeleitet. Daher wird der Faktor Unternehmensführung (Governance) als besonders wichtig eingeschätzt. Es werden nur liquide Aktien ins Portfolio genommen, die zu den besten beim Governance Kriterium gehören. Die Anforderungen an soziale und ökologische Kriterien sind niedriger, indem nur die Aktien mit den schlechtesten Beurteilungen bei diesen Kriterien unberücksichtigt bleiben. Als klassisches ökonomisches Kriterium wird nur das Kriterium „maximale Verluste“ genutzt, indem die Aktien mit den höchsten Verlusten der vergangenen Analyseperiode ausgeschlossen werden (Zu Details und weiteren Begründungen siehe „Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios: Konzept und Rückrechnungen“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Die Regeln haben wir bei Diversifikator zuerst auf deutsche Aktien angewendet. Ziel war ein Portfolio zwischen 15 und 30 Aktien. Im ersten Anlauf erfüllten nur sehr wenige Aktien die strengen Kriterien, so dass die ursprünglich geplanten scharfen ESG Anforderungen etwas gelockert werden mussten. Diese „gelockerten“ einheitlichen Kriterien wurden dann auf deutsche Aktien, globale Immobilienaktien und Infrastrukturaktien weltweit angewendet.

Die Rückrechnungen fielen gut aus im Vergleich zu traditionellen Indizes. Es wurden daher keine Varianten der Regeln getestet und es gab demnach auch keine Portfolioentscheidungen aufgrund besserer oder schlechterer Rückrechnungsergebnisse. Die so entwickelten regelbasiert-optimierungsfreien Portfolios wurden Ende 2016 gestartet und haben sich bisher sehr gut entwickelt.

Ich kann nicht beweisen, dass eine regelbasiert-optimierungsfreie Investmentphilosophie besser ist als andere Philosophien. Dazu gibt es zu wenige Produkte mit zu wenig „Track-Record“, die eine solche Philosophie nutzen. Wenn man allerdings die meisten ETFs dazu zählen würde, wäre das schon anders.

Regelbasiert-optimierungsfreie Strategien können kostengünstig umgesetzt werden und sind auch besonders gut für Onlineangebote geeignet. Man kann daher erwarten, dass sie künftig populärer werden.

Skeptiker sollten zumindest eine Diversifikation über Investmentphilosophien prüfen. Wenn man nicht weiß, welche Philosophie am besten ist, kann man über Starfondsmanager, prognosebasierte Quants und „logische“ regelbasiert-prognosefreie Ansätze sogar komplett verantwortungsvoll diversifizieren.

(Dieser Beitrag ist zuerst in ähnlicher Form im März 2017 in der Ownly-App, s. [www.ownly.de](http://www.ownly.de), der W&Z Fintech GmbH erschienen).

## PRISC – POLICY FOR RESPONSIBLE INVESTMENT SCORING: DIE TAXONOMIEALTERNATIVE VON DER DVFA (4-2020)

PRISC wurde am 8. April 2020 [von der DVFA veröffentlicht](#). Damit können Geldanleger ihre nachhaltige Geldanlagepolitik sehr einfach definieren. Dafür gibt es einen kopierbaren und damit modifizierbaren Text, ein individuell veränderliches Tabellenkalkulationsblatt und ein kleines Nachhaltigkeitslexikon. Auf Basis einer damit individuell definierten verantwortungsvollen Geldanlagepolitik kann man mit dem Tool relativ einfach Fonds und andere Geldanlagen beurteilen. So etwas hätte ich mir von der Taxonomiekommission der EU gewünscht!

Im folgenden Beitrag zeige ich, wie ich auf dieser Basis die Nachhaltigkeitspolitik meiner Firma Diversifikator definiert habe und welche Verantwortungsscores meine Portfolios danach erhalten. Auf einer Skala von 0 bis 200% reicht die Bandbreite meiner Portfolios dabei von 0% bis zu 187% (zu den Portfolios siehe auch <http://prof-soehnholz.com/passive-allokationsportfolios-und-esg-relativ-gut-in-q1-2020/>).

Hinweis: Ich bin Mitglied der Sustainable Investing Kommission der DVFA und habe maßgeblich an der Entwicklung des Tools mitgearbeitet.

### PRISC-Ausgangslage

Diese Nachhaltigkeitspolitik wurde auf Basis des Konzeptes der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. vom April 2020 zusammengefasst (siehe [hier](#)

sowie Downloads unter „PRISC Erläuterungen als PDF“). Die hier genutzten Begriffe entsprechen der DVFA [Klassifikation](#).

## **PRISC im Überblick**

Das Tool umfasst 8 Beurteilungsdimensionen mit je drei Ausprägungen und ermöglicht deren Aggregation zu einem umfassenden Urteil.

1. Ausschlüsse (“Schlechtes” vermeiden, Exclusions bzw. Negativscreening)
2. Impact-/SDG-Score (“Gute” Investments bzw. Positivscreening)
3. ESG-Score Definition (Aggregierter versus differenzierter ESG-Score)
4. ESG-Score Anwendung (Best-in-Universe versus Best-in-Class)
5. ESG-Score Cut-off (ESG Mindestanforderungen)
6. ESG-Score Messungshäufigkeit (Incidents)
7. Stimmrechtsausübung (Voting)
8. Aktive Einflußnahmeversuche (Engagement)

Das Tool gewichtet in der DVFA-Standardversion alle Kategorien gleich.

Ich nutze nur die Kategorien 1) bis 5). Stimmrechtsausübungen und Aktionärsengagement sehe ich als für die meisten Anleger nicht effizient an. Auch „Incidents“ bzw. unterjährige Veränderungen von ESG-Scores berücksichtige ich nicht (Begründungen siehe auch <http://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/>).

Bei dem Tool wird davon ausgegangen, dass Geldanlageportfolios normalerweise nicht auf alle Kategorien ausgerichtet sind, also zum Beispiel Impact und ESG gleichzeitig. Deshalb hat die DVFA einen Adjustierungsfaktor eingeführt, der standardmäßig davon ausgeht, dass Fonds nur 4 von 8 Kategorien nutzen bzw. erfüllen. Dieser Adjustierungsfaktor beträgt in der Standardeinstellung 8/4, also 200%. Ich nutze diese Adjustierung bis auf Weiteres ohne Veränderung.

## **PRISC-Basis für die Bestimmung von verantwortungsvoller Geldanlagepolitik**

Ich gehe davon aus, dass Aktienkäufe positive und Aktienverkäufe negative Signale für Aktienkurse und setzen und damit auch Einfluss auf Kreditfinanzierungsbedingungen und Bonifikationen haben. Außerdem sollte limitiertes Kapital zwar ausreichend diversifiziert angelegt werden, aber auch auf „gute“ Anlagen fokussiert werden.

## **PRISC-Ausschlüsse: Mehr sind besser**

Bei der Kategorie „Ausschlüsse“ nehme ich an, dass mehr Ausschlüsse „verantwortlichere“ Investments ermöglichen. Dabei ist zu entscheiden, wie ein Ausschluss definiert wird. In SRI-ETFs (Socially Responsible Investment Exchange Traded Fonds) beispielsweise bzw. in den ihnen zugrunde liegenden Indizes findet man oft den Hinweis, dass bestimmte Umsatzanteile auch für „ausgeschlossene“ Segmente zulässig sind. Ich bin der Ansicht, dass ein Ausschluss eindeutig sein sollte. Wenn Tabak ausgeschlossen ist, sollten z.B. auch keine 5% Umsatzanteil mit der Produktion von Tabak erlaubt sein.

Dabei beziehe ich mich aber nur auf die Produktion und spezialisierte Lieferanten bzw. Abnehmer/Händler. So sollte ein spezialisierter Tabakhändler ausgeschlossen werden, nicht jedoch ein klassischer Lebensmittelhändler, der auch Tabak anbietet.

Auch ein Produzent der selbst keinen Tabak produziert, darf Lieferanten und Abnehmer haben, die im Tabakgeschäft tätig sind, ohne aus dem Portfolio ausgeschlossen zu werden.

In Bezug auf die Anzahl von Ausschlüssen orientiere ich mich an dem [FNG Marktbericht](#), der die in Deutschland am häufigsten genutzten Ausschlüsse nennt (für 2019 Tab. 2.2. S. 14). Andere Ausschlußlisten zählen Streubomben, ABC-Waffen, Atomwaffen, Militärwaffen, etc. als einzelne Ausschlußkategorien. Wie die FNG-Liste zähle ich Waffen als eine einzige Ausschlusskategorie.

### **PRISC-Impact bzw. Positivauswahl: Nettobetrachtung**

Neben dem sogenannten negativen Screening kann man auch explizit in besonders „positive“ Unternehmen investieren. Dabei ist zu bedenken, dass börsennotierte Unternehmen in erster Linie eigene Gewinnziele im Sinne der Aktionäre verfolgen und nicht primär nicht-kommerziellen positiven Impact.

Bei der Bestimmung von „Impact“ orientiere ich mich an den Sustainable Development Goals der United Nations, auch wenn diese nicht eindeutig zur Bestimmung guter Unternehmen geeignet sind. So findet man in manchen sogenannten Impactindizes bzw. -Fonds Unternehmen wie Danone, weil Danone Nahrungsmittel produziert. Außerdem findet man teilweise traditionelle Produktions- oder Energieunternehmen in solchen Indizes/Fonds, nur weil sie einen kleinen positiven Umsatzanteil im Sinne der SDG-Ziele haben.

Ich nutze nur Netto-Umsätze im Sinne der SDG-Ziele. Das heißt, dass ein Unternehmen erst in ein Impact Portfolio aufgenommen werden kann, wenn es mindestens 50% des Umsatzes in SDG-Segmenten macht. Solange noch keine SDG-Messungsstandards festliegen, muss man sich dabei auf die Meldungen der Unternehmen selbst bzw. unabhängige Datenanbieter verlassen oder die relevanten Umsätze selbst bestimmen, so wie ich es mache.

Ein Portfolio gilt danach als umso verantwortungsvoller, je mehr kumulierten Netto-Umsatz die Unternehmen im Portfolio im Sinne der SDG-Ziele machen. Dieser kann z.B. bei einem reinen Portfolio von Erzeugern erneuerbarer Energien 100% erreichen.

Hierbei ist zu beachten, dass nur sehr wenige börsennotierte Unternehmen mehr als 50% des Umsatzes in SDG-Segmenten machen. Wenn einem Anleger dieser Punkt sehr wichtig ist, kann das zu einem Ausschluß des allergrößten Teils von börsennotierten Anlagen führen.

Eine Anmerkung zum Zusammenhang der Kategorien 1) und 2): Ein Portfolio mit harten Ausschlüssen kann trotzdem ohne „SDG-Umsätze“ sein. Ein SDG-fokussiertes Portfolio dagegen nutzt typischerweise (implizit) sehr viele Ausschlüsse.

### **PRISC-ESG-Score Definition: Granularer ist besser**

ESG-Indizes bzw. ESG-ETFs gewichten und/oder selektieren Wertpapiere nach (aggregierten) ESG-Beurteilungen, nutzen aber meist nur wenige Ausschlüsse. SRI-Indizes bzw. ETFs nutzen



typischerweise mehrere „weiche“ Ausschlüsse (d.h. keine 100% Ausschlüsse) und haben Mindestanforderungen an (aggregierte) ESG-Ratings.

Zum Vergleich der Strenge der Nachhaltigkeit nutze ich die Anzahl der Bestandteile im jeweiligen Index: Ein (physisch replizierender) „nachhaltiger“ (SRI) Weltaktienindex mit weniger Aktien ist typischerweise nachhaltiger als einer mit mehr Aktien (ESG).

ESG-Indizes arbeiten meist mit aggregierten ESG-Scores. Eine gute Unternehmensführung kann so einen schlechten Umweltscore ausgleichen. Ich meine, dass eine separate Bewertung der Kriterien zur Bildung verantwortungsvollerer Portfolios beitragen kann. D.h. ein Portfolio, das einen ESG-Mindestscore von 50% nutzt, ist in der Regel weniger „verantwortungsvoll“ als ein Portfolio, das für E, S und G jeweils einen Mindestscore von 50% verlangt, bevor ein Wertpapier ins Portfolio aufgenommen werden darf.

Wenn ein aggregierter ESG-Score genutzt wird, kann man folgende Überschlagsrechnung machen: Die Anzahl der vom ESG-Datenanbieter gerateten Unternehmen beträgt z.B. 6.000. Wenn die Top 50% Aktien nach ESG-Rating zugelassen werden, sind 3.000 Aktien zulässige Investments. Bei separater Messung reduziert sich das Universum unter Umständen aber sehr viel stärker, denn es gibt viel weniger als 3.000 Unternehmen, die beim E, S und G Score gleichzeitig zu den 50% Besten gehören.

Ein ESG-Score kann sich aus über 100 Einzelscores z.B. für Luft- und Wasserverschmutzung, Diversity etc. zusammensetzen. Mindestscores für alle Kriterien einzeln vorauszusetzen ist deshalb wenig praktikabel. Deshalb nutze ich nur für E, S und G-Ratings Mindestanforderungen. Ich verwende die E, S und G-Ratings von Refinitiv (ehemals Thomson Reuters), welche die im [Klassifikationsdokument](#) der DVFA genannten Mindestanforderungen an ESG-Ratings erfüllen.

### **Best-in-Universe (BiU) ist besser als Best-in-Class (BiC)**

Dabei ist wichtig zu unterscheiden, ob ein sogenanntes Best-in-Universe (BiU) oder best-in-Class (BiC) Verfahren genutzt wird.

Angenommen, nur die 25% besten aller Unternehmen in Bezug auf einen absoluten ESG-Score dürfen in ein Portfolio aufgenommen werden (BiU). Das würde bei einem branchendiversifizierten Selektionsuniversum dazu führen, dass z.B. Ölünternehmen nicht in das Portfolio kommen würden. Da viele Anleger zwar nachhaltig investieren wollen aber dabei keine zu starken Abweichungen von breiten Indizes haben wollen (sogenannter Tracking Error), lassen sie aber meist auch die nach ESG-Score besten Ölünternehmen für ein Portfolio zu (BiC).

ESG-Datenanbieter vergeben sowieso typischerweise Ratings innerhalb von Gruppen von Unternehmen. Wenn die definierte (Peer-)Gruppe nur fossile Energieproduzenten umfasst, ist ein gutes E-Rating in der Regel eine weniger umweltfreundliche Indikation, als wenn alle Energieversorger inkl. erneuerbarer Energien beurteilt werden. Ein schlechtes E-Rating in einer „umweltfreundlichen“ Ratinggruppe muss beim Best-in-Class-Verfahren deshalb auch nicht grundsätzlich ökologisch schlecht sein.

### **Mindestanforderungen an ESG-Scores**

Mindestscoring heißt, dass z.B. die schlechtesten x% nach ESG-Score oder separaten Kriterien nicht für ein Portfolio zulässig sind. Ich nutze grundsätzlich nur noch Aktien für Einzelaktienportfolios, die zu den Aktien mit den 50% besten E, S und G Scores von Refinitiv gehören. Da Refinitiv, wie alle mir bekannten großen Ratinganbieter, ein Best-in-Class Rating nutzt, sind die im vorherigen Abschnitt genannten Einschränkungen zu beachten.

### **ESG-Messfrequenz: Häufiger ist nicht unbedingt besser**

Mit der Messfrequenzfrage wird abgefragt, wie oft „verantwortlichkeitsrelevante“ Daten aktualisiert werden. Refinitiv und viele andere ESG-Ratingagenturen machen das grundsätzlich einmal pro Jahr. Das liegt vor allem daran, dass Unternehmen die zahlreichen und teilweise schwer zu erhebenden Daten nur ein Mal im Jahr erheben. Außerdem ändern sich ESG-Ratings typischerweise nicht sehr stark von Jahr zu Jahr.

Mit automatisierten Textanalysen und maschinellem Lernen ist es technisch möglich, sogenannte ESG-relevante Incidents (Ereignisse) sehr zeitnah in Erfahrung zu bringen. Änderungen im Portfolio könnten sofort erfolgen und es muss nicht abgewartet werden, bis die jährlichen Updates der ESG-Ratings vorliegen. Allerdings muss man sich dabei normalerweise aufgrund der Vielzahl der Daten auf maschinelle und nicht durch Analysten überprüfte Daten verlassen. Bei häufigen Änderungen sind zudem die (Handels-)Kosten für die Umsetzung im Portfolio zu berücksichtigen.

Deshalb reichen mir jährliche ESG-Scores und ich nutze die Messfrequenz-Kategorie nicht zur Beurteilung von Portfolios.

### **Stimmrechtsausübung (Voting) und Engagement sind positiv, aber ineffizient**

Von verantwortungsvollen Anlegern kann grundsätzlich erwartet werden, dass sie ihre Stimmrechte „nachhaltig“ ausüben. Das ist umso einfacher, je weniger Titel im Portfolio sind. Außerdem sind Teilnahmen an Hauptversammlungen und Stimmrechtsausübungen einfacher, wenn man der jeweiligen Sprache mächtig ist, Das heißt, daß das für deutsche Anleger für ein rein deutsches Portfolio am einfachsten und günstigsten ist.

Anleger mit kleinem Anlagevolumen haben aber oft nur sehr wenige Anteile und damit Stimmrechte bei Hauptversammlungen. Zudem sind meist nur wenige Beschlüsse ESG-relevant und ist es sehr aufwändig, alle möglichen Beschlüsse aller Unternehmen im Portfolio zu überwachen.

Außerdem sollte sich (nicht-)nachhaltiges Unternehmensverhalten auf die ESG-Ratings von Unternehmen auswirken. Ich nutze die Voting-Kategorie deshalb nicht als zusätzliche Kategorie zur Nachhaltigkeitsbeurteilung von Portfolios, sondern plädiere für einen Nichtkauf bzw. Verkauf (Divestment) von Titeln mit unerwünschtem Verhalten. Ich gehe dabei davon aus, dass nicht-nachhaltiges Verhalten der Unternehmen in meinen Portfolios aufgrund der vielen genutzten Ausschlüssen und der strengen ESG-Anforderungen selten vorkommen wird.

Engagement von Anteilseignern geht über die passive Abstimmung über vom Unternehmen vorgelegte Entscheidungsoptionen hinaus. Mit Engagement soll aktiver Einfluss im Hinblick auf verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln erfolgen.

Anleger, die breit diversifiziert anlegen wollen, haben immer auch Anteile von Unternehmen im Portfolio, die (noch) nicht durchgehend verantwortungsvoll aufgestellt sind und bei denen Engagement grundsätzlich zu Verbesserungen führen kann.

Die für Voting gemachten Einschränkungen gelten aber noch stärker für Engagement, weshalb ich dieses Instrument bzw. diese Beurteilungskategorie ebenfalls nicht für meine Portfolios nutze.

## **PRISC-Kalibrierung**

Die DVFA Sustainable Investment Kommission hat ihr Standardschema mit 8 gleichgewichteten Kategorien auf einige große „nachhaltige“ institutionelle Fonds und ETFs angewendet. Dabei kam ohne Adjustierung kaum ein „verantwortungsvoller“ Fonds über 50% PRISC-Score hinaus. Die besten verantwortungsvollen Fonds sollen aber grundsätzlich die Chance haben, einen perfekten Score erreichen zu können. Deshalb wird von der DVFA zunächst ein Adjustierungsfaktor von 200% genutzt. Das heißt, dass ein Portfolio, welches 40% erreichen würde, auf 80% Score kalibriert wird. Die DVFA will die Kalibrierung regelmäßig überprüfen und an die Marktgegebenheiten anpassen.

Obwohl ich nur fünf der acht Kategorien nutze, erreichen viele der mir bekannten sogenannten „nachhaltigen“ Fonds ohne Kalibrierung trotzdem nur unter 50% des möglichen Scores. Deshalb behalte ich die 200%-Kalibrierung der DVFA bei.

## **PRISC-Scores für die Portfolios von Diversifikator (Stand April 2020)**

Hier sind die PRISC Scores der Portfolios (siehe [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com); einige der u.g. Portfolios stehen aber noch nicht online) nach meiner „Policy“ mit 5 genutzten Kategorien und je 20% Gewicht sowie einem Adjustierungsfaktor von 200%:

- **Weltmarktportfolio Basis** und **Alternatives ETF-Portfolio**: Diese Portfolios verfolgen keinen Nachhaltigkeitsansatz und haben deshalb einen Score von 0%
- **Islamic ETF-Portfolio** (5 relevante Ausschlusskategorien aber keine Komplettausschlüsse, da 5% Umsatz toleriert werden, deshalb rechne ich nur mit 1-3 Ausschlusskategorien; keine ESG Anforderung in Bezug auf die einzelnen Aktien im ETF): **13% PRISC-Resultat**
- **Impact ETF-Portfolio** (geschätzt 4-6 Ausschlusskategorien, da z.B. über Infrastruktur und Biotech/Healthcare unerwünschte Segmente wie fossile Energien, Gentechnik und Tierversuche enthalten sein können; deshalb auch nur >70% und <90% geschätzter Impactumsatz statt 100%; keine ESG Anforderungen an die in den ETFs enthaltenen Aktien): **53% PRISC-Resultat**
- **ESG ETF-Portfolios** (die ESG- bzw. SRI ETFs enthalten zwar in der Regel auch mehr als 3 Ausschlusskategorien, lassen aber auch bis zu 5% oder Umsätze mit „ausgeschlossen“ Segmenten zu, deshalb nehme ich 1-3 Ausschlüsse an; ESG-Scores werden aggregiert gemessen und dabei wird der Best-in-Class (BiC) genutzt; meist werden ESG-Scores <50% ausgeschlossen): **80% PRISC-Resultat**
- **Alle direkten ESG Aktienportfolios** außer den Impactportfolios (10 harte Ausschlusskategorien; E, S und G werden separat gemessen mit Mindestscores von 50%; Nutzung einer Mischung von Best-in-Class und Best-in-Universe, weil der Datenanbieter kein reines Best-in-Class liefert): **147% PRISC-Resultat**

- **Impact ESG Aktienportfolios** (s. ESG Aktienportfolios, außerdem werden nur Aktien aus Impactmarktsegmenten genutzt): **187% PRISC-Resultat** (siehe <http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/>).

Diese Ergebnisse zeigen die Grenzen von nachhaltigen ETFs und warum ich meine Aktienportfolios als besonders streng nachhaltig bezeichne.

## KANN INSTITUTIONELLES INVESTMENT CONSULTING DIGITALISIERT WERDEN? BEISPIELE. (3-2019)

Das ist eine ziemlich ketzerische Frage, weil die individuelle Beratung von institutionellen Anlegern, also solchen mit sehr großen Anlagevolumina, als besonders komplex gilt. Ich meine, dass viele Elemente gut digitalisierbar sind. Das versuche ich am Beispiel einer kostenlos nutzbaren US Webseite zu zeigen.

### **Asset-Allocation, Manager-Selektion und Risikomanagement im Vordergrund**

Von 1999 bis 2011 habe ich bei einem der führenden deutschen institutionellen Investmentconsultants gearbeitet. Dort war ich für alternative Investments zuständig. Zusammen mit zwei Kollegen habe ich in 2010 ein Buch zu dem Thema [Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion](#): Das Diversifikationsbuch geschrieben. Auf diese drei Themen werde ich im Folgenden im Hinblick auf die Digitalisierungsmöglichkeit eingehen.

### **Asset-Allocation Consulting: Restriktionen entscheidend**

Die Bestimmung einer optimalen Verteilung des Anlagevolumen auf Anlageklassen ist eine der wichtigsten Aufgaben im institutionellen Consulting. Wie wir in unserm Buch gezeigt haben, ist die optimale Asset Allocation sehr stark von den genutzten Restriktionen abhängig. Vereinfacht gesagt wird das simulierte Anlageergebnis besser, je mehr Anlageklassen zugelassen werden (siehe auch aktuellere DVFA Online Schulung zum Thema [Evidence Based Investment Analysis](#)).

Dieses Ergebnis beruht darauf, dass für die unterschiedlichen Anlageklassen in der Regel attraktive Risiko-/Renditeverhältnisse angenommen werden und zugleich angenommen wird, dass Korrelationen unter 1 liegen, also Diversifikation typischerweise zu verbesserten Portfolios führt. Das sind typische Annahmen im institutionellen Consulting bzw. von Asset Allocation Optimierungsmodellen generell.

Entscheidend für die Gestaltung optimaler Portfolios sind also die Prognosen für Renditen, Risiken und Korrelationen von Anlageklassen. Prognosen sind allerdings schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen (unbekannter Verfasser).

### **„Grüne Wiese“ Allokation**

Es gibt grundsätzlich zwei Wege, um zu einer „optimalen“ Allokation zu kommen. Der erste Weg ist der Bottom-Up oder „Grüne Wiese“ Weg: Man hat grundsätzlich alle Anlageklassen zur Verfügung und bildet ein optimales Portfolio auf Basis von Rendite-, Risiko- und

Korrelationsprognosen jeder Anlageklasse im Rahmen seiner Restriktionen. Die Prognosen sind oft Fortschreibungen von Vergangenheitsdaten. Das ist der Weg, den institutionelle Anleger in der Theorie typischerweise nutzen.

### **Top-Down Allokation**

Der zweite Weg ist der Top-Down Weg, den ich nutze, der aber so nicht von institutionellen Anlegern genutzt wird. Ich bilde sogenannte Weltmarktportfolios, die alle real genutzten Anlageklassen berücksichtigen, indem sie von der aggregierten Anlage aller Kapitalanleger weltweit ausgehen. Implizit gehe ich davon aus, dass die Anlageklassen Geld von Anlegern bekommen, weil die Anleger positive Erwartungen/Prognosen für die genutzten Anlageklassen haben.

Ausgehend von diesem Marktportfolio bilden Anleger individuelle restriktionsabhängige Ableitungen. Anleger, die bestimmte Segmente nicht mögen, z.B. Alternatives, oder die Limits z.B. für Aktien setzen, erhalten entsprechend veränderte Weltmarktportfolios (weiterführend siehe [Das Diversifikator Buch](#)).

### **Genutzt wird vor allem ein dritter Allokationsweg**

Institutionelle Consultants tun oft so, als würden sie den „Grüne Wiese“ Weg verfolgen. Am stärksten scheint die Allokationsempfehlungen aber von der bisherigen Allokation des Investors und der seiner Vergleichs- oder Peergruppe abzuhängen (siehe [hier](#)). Eine „optimale“ Allokation darf in den seltensten Fällen stark von bisherigen oder Peerallokationen abweichen (siehe z.B. [hier](#)). Das ist eher ein Top-Down Ansatz.

Alle drei Ansätze können gut digitalisiert werden.

### **Manager-Selektions-Consulting: Kosten und Eigeninvestments entscheidend**

Für die Umsetzung der Allokation sind ManagerInnen erforderlich. Das können Angestellte oder Externe sein. Typischerweise werden externe Fondsmanager gesucht, welche die Allokation des Investors mit geringen Abweichungen von den Assetklassenbenchmarks umsetzen sollen. Morningstar identifiziert vor allem zwei Kriterien, die für künftige Performance von Fonds wichtig sind: Niedrige Kosten und hohes eigene Investment der Manager in ihre Fonds (siehe z.B. Kinnel 2016 [hier](#)).

Da aktive Manager passive Benchmarks nur selten schlagen, kommen heute oft Indexfonds zum Einsatz. Wichtigste Kriterien für Indexfondsselektionen sind Tracking Differenzen, also möglichst geringe Abweichungen von den Benchmarks.

Die Manager- bzw. Fondsselektion lässt sich in Bezug auf liquide Investments relativ einfach digitalisieren, wie z.B. die Tools von Morningstar zeigen (siehe [www.morningstar.de](http://www.morningstar.de)). Schwieriger ist das für nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen Fonds. Aber auch dafür gibt es zunehmend Online-Anbieter (siehe einige Beispiele [hier](#)).

### **Risiko-Management-Consulting: Auch keine Outperformance?**

Die meisten institutionellen Consultants in Deutschland sind unreguliert und dürfen daher weder Portfolio- noch Risikomanagement selbst betreiben. Mein ehemaliger Arbeitgeber ist einer der wenigen regulierten Anbieter. Das hauseigene Risikomanagement- bzw. Overlayssystem ist im o.g. Diversifikationsbuch beschrieben.

Andere Consultants haben externe Risikomanager für institutionelle Anleger selektiert. Es gibt Studien zur – nicht überzeugenden – Auswahl von Fondsmanagern durch institutionelle Consultants. Ich kenne aber keine Studien zum Erfolg von eigenen oder selektierten Risikomanagementsystemen. Außer Alpha Portfolio Advisors wirbt meines Wissens in Deutschland auch kein Consultant mit Erfolgen in diesem Bereich. Ich gehe davon auch, dass das an mangelnden Erfolgen liegt.

### **Amerikanisches Online-Tool, das Investment Consultants (fast) ersetzen kann**

Eine meiner Lieblings-Webseiten bietet online sogar kostenlos und frei zugänglich zahlreiche Daten und Tools, die auch institutionelle Anleger bei der Asset-Allokation, der Fondsselektion und dem Risikomanagement unterstützen können. (Institutionelle) Anleger mit ein wenig Kapitalmarktverständnis können mit den Daten und Tools zu guten Anlageergebnissen kommen. Allerdings ist diese Webseite für US Anleger gemacht worden. Für deutsche institutionelle Anleger könnte jedoch durchaus etwas Vergleichbares aufgesetzt werden.

Wer sich nicht traut, komplett in Eigenregie vorzugehen, kann diese Tools aber dazu nutzen, die Vorschläge von Anlageberatern und Produktverkäufern zu prüfen. Wenn man das konsequent machen würde, könnte man viele Marketingstories als Märchen entlarven. Ich meine [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com). In früheren Beiträgen habe ich schon über diese Webseite berichtet (siehe [hier](#)) bzw. die Tools genutzt (siehe [hier](#)).

### **Beispiele für institutionelle online Asset Allokationen**

Hier erkläre ich einen möglichen Weg, wie „institutionelle Selbstberatung“ erfolgen kann. Die Daten und Tools ermöglichen aber auch viele alternative Vorgehensweisen.

Für die strategische Asset Allocation nutze ich zunächst das Tool „Backtest Portfolio Asset Allocation“, weil ich meinen imaginären institutionellen Anlagegremien nur ein Portfolio vorschlagen kann, das in der Vergangenheit ordentlich abgeschnitten hätte. Ich würde idealerweise mit dem Weltmarktportfolio starten, also einem kapitalgewichteten Multi-Asset Portfolio. Im zweiten Schritt würde ich Änderungen vornehmen, um mir vorliegende Restriktionen wie eine maximale Aktienquote zu erfüllen.

Das Weltmarktportfolio gehört leider (noch) nicht zu den im Tool voreingestellten Portfolios. Da ich möglichst wenig Aufwand haben möchte, nutze ich ein unter „Asset Allocation“ voreingestelltes Portfolio als Startportfolio, z.B. das David Swensen Yale Endowment Portfolio.

### **Gute Ergebnisse mit einfachen Allokationen**

Wenn ich keine weiteren Änderungen an den Standard-Voreinstellungen vornehmen, hätte ich von Januar 2001, dem Startpunkt der verfügbaren Datenhistorie, bis Februar 2019 folgende

Ergebnisse erzielt: Rendite von 7,5% p.a., -24,4% im schlechtesten Jahr und einen maximalen Verlust von 40,6%.

Deutsche Versicherungen dürfen typischerweise maximal 35% in Aktien anlegen. Dazu kann man im Onlinetool über die Funktion „Custom Portfolios“ die Hälfte der 30% US-Aktien in langfristige Staatsanleihen ändern und erhält dann folgende Kennzahlen: Rendite ebenfalls 7,5% p.a., 15,5% Verlust im schlechtesten Jahr und maximal 31,2% Verlust. Das wäre aufgrund der guten Anleiheperformance in der selektierten Periode also sogar besser als das Swensen Portfolio gewesen.

Um die Ergebnisse im Detail nachzuvollziehen, sollte man sich die im Tool dokumentierten Annahmen hinter den Berechnungen ansehen.

## 5 Online-Optimierungsmodelle

Statt nur auf die Vergangenheit zu setzen und zu hoffen, dass man mit der Wahl des richtigen Ausgangsportfolios und diskretionären Änderungen zu einem guten Portfolio kommt, kann man auch „optimieren“. Dazu gibt es unter Portfolio-Optimizer **fünf** verschiedene Optimierungsmodelle. Je nach Modell und auch nach den genutzten Prognosen für Renditen, Risiken und Korrelationen können sehr unterschiedliche optimierte Allokationen erzeugt werden.

Wenn man sich nicht auf spezifische Prognosen festlegen möchte, kann man sogar Simulationen selbst erzeugen mit dem ebenfalls zur Verfügung stehenden Monte-Carlo Simulationstool. Bei der Nutzung muss man sich entscheiden, ob man lieber mit historischen, statistischen, prognostizierten oder parametrisierten Daten arbeiten möchte. Außerdem können vier verschiedene „Withdrawal“ bzw. Auszahlungsmodelle gewählt werden.

### Hohes Risiko von Pseudo-Optimierungen

Auch hier gilt: Je nach Auswahl unterscheiden sich die „optimalen“ Ergebnisse. Welche Simulation bzw. welches Szenario künftig am besten passen wird, kann so nicht festgestellt werden. Ich spreche deshalb meist von pseudo-optimierten Ergebnissen (siehe [hier](#)).

Asset Allocation kann also ziemlich gut online umgesetzt werden. Dabei ist jedoch unklar, welche Ansätze bzw. Modelle digitalisiert werden sollten. Meiner Erfahrung nach verfolgen institutionelle Consultants unterschiedliche Ansätze/Modelle. Sie klären Anleger jedoch meines Wissens selten über die Unterschiede zu anderen Ansätzen/Modellen auf bzw. über die Abhängigkeiten von Modellen, Restriktionen oder Prognosen.

### Beispiele für institutionelle online Managerselektion

Ebenfalls auf [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) findet man unter Fund Screener ein einfaches Tool zur Fondselektion basierend auf Rendite, Risiko, Kosten etc. wie auch in Deutschland z.B. von Morningstar kostenlos für Privatanleger angeboten wird. Die anderen unter „Asset Analytics“ zur Verfügung stehenden Tools sind interessanter. Mit ihnen kann man z.B. die Korrelationen von Assetklassen oder einzelnen Investments testen. Noch interessanter sind die Faktoranalysetools, mit denen Anlageklassen, einzelne Investments aber auch Portfolios selbst auf Faktorabhängigkeiten getestet werden können.

So kann man den Multi-Asset Fonds von AQR (AQRX) analysieren und erhält für die die Faktorabhängigkeiten der letzten Jahre.

Es wäre sicher interessant, sogenannte Smart-Beta oder Faktorprodukte mit solchen Tools zu analysieren. Auch hier wird allein schon durch die Wahlmöglichkeiten deutlich, dass die Ergebnisse wiederum von der Analysemethode bzw. den genutzten Faktormodellen abhängen.

### **Online-Beispiele für institutionelles Risikomanagement**

Unter „Timing Models“ finden sich ebenfalls mehrere regelbasierte Risikomanagementmodelle. Das einzig richtige Modell gibt es wohl nicht, aber die 200Tage Linie hat sich seit Langem bewährt und deshalb nutze ich sie gerne. Unter „Moving Average“ sind 10 Monate voreingestellt, die den 200 Tagen entsprechen. Wenn mir die oben genannte Risikoreduktion des David Swensen Yale Endowment Portfolios nicht ausreicht, kann ich versuchen, das Risiko durch Market Timing weiter zu reduzieren.

Dazu wähle ich unter Portfolio Asset das Yale Portfolio aus und rechne aus, was die Anwendung der Standard-Timing Modells gebracht hätte. Dabei ist zu beachten, dass die Periode, für die Daten verfügbar sind, also Januar 2004 bis Februar 2019, eine etwas andere als die oben genutzte ist.

Während das Buy-and-Hold Portfolio ähnliche Kennzahlen wie oben zeigt, bringt dieses einfache Markettiming erstaunlich gute Ergebnisse: 6,5% Rendite p.a., maximaler Jahresverlust 5,4 und maximaler Gesamtverlust 10,5%. Wenn man annehmen könnte, dass die Zukunft wie die Vergangenheit performt, hätte man ein attraktives institutionelles Portfolio gefunden. Mit Optimierung hat das aber nichts zu tun.

### **Alternative: Reines Aktienportfolio mit einfachem Timing**

Ich gehe nicht davon aus, dass Anleihen künftig so gute Renditen bei so wenig Risiko wie in der Vergangenheit bringen. Deshalb möchte ich noch eine Alternative zum Yale Portfolio mit Trendfolge rechnen, nämlich ein reines Aktienportfolio mit Timing. Der Einfachheit halber nehme ich dabei an, dass das Aktienportfolio nur aus der vom Tool standardmäßig genutzten Benchmark, dem Vanguard 500 Index Investor besteht. Bei einem Start in 2004 erhalte ich eine Rendite von 8% bei einem schlechtesten Jahr von 6,3% und einem maximalen Verlust von 16,8%. Das reine Aktienportfolio hätte 8,3% Rendite mit 37% bzw. 51% Verlusten gebracht.

Ein reines Aktienportfolio mit einfachstem Timing hätte also ähnlich gut performt wie das Swensen Portfolio mit Timing aber erheblich besser als das Swensen Portfolio ohne Timing oder das Aktienportfolio ohne Timing.

Ich denke nicht, dass allen institutionellen Anlegern bewusst ist, wie viele relativ einfache und trotzdem sehr unterschiedliche Allokations- und Risikomanagementmöglichkeiten es gibt. Diese Tools können einfach automatisiert werden. Die Selektion des richtigen Ansatzes ist viel schwieriger.

### **Consulting-Modellauswahl digitalisierbar?**



Ich hoffe, dass die Anleger wissen, warum sie beziehungsweise ihre Consultants welche Daten, Modelle und Restriktionen nutzen und welche Auswirkungen das hat.

Wahrscheinlich kann man sogar das über einen Selektionsansatz digitalisieren: Liste der möglichen Restriktionen, Liste der genutzten Daten/Prognosen, Liste der möglichen Modelle mit Vor- und Nachteilen bis zum individuell am besten passenden Modell. Die bei Portfolio-Visualizer vorgestellten Modelle und Restriktionen („Auswahl-Einstellungen“) könnte dafür eine erste Basis sein. Die dann folgenden (Pseudo-)Optimierung wäre wohl einfach zu digitalisieren. Das wäre ein interessanter Ansatz, den ich noch nirgendwo gesehen habe.

### **Institutionelles Consulting: Fünf Lehren für Anleger**

Erstens: Zahlreiche für Consulting interessante Daten (ab 1871 siehe [hier](#)) stehen heute sogar schon kostenlos oder kostengünstig online zur Verfügung.

Zweitens: Mit [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) wird gezeigt, dass zahlreiche institutionelle Consulting-Tools einfach online gestellt werden könnten.

Drittens: Asset Allokations- und Risikomanagementergebnisse hängt sehr stark von den genutzten Restriktionen, Allokationsmodellen und Allokationsdaten ab.

Viertens: Im institutionellen Consulting genutzte Daten und Methoden sind möglicherweise besser bzw. anspruchsvoller als die auf [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) aufgeführten Modelle.

Entscheidend für Anleger ist aber, dass sie verstehen, warum welche Restriktionen, Daten und Modelle genutzt werden und was das für Konsequenzen für sie hat. Das sollten Consultants transparent machen. Die hier aufgeführten Tools und Daten können Anlegern dabei helfen, die Modelle von Consultants besser zu verstehen.

Fünftens: Ein institutionelles reines Online Consulting wird es so schnell nicht geben. Das wäre nur möglich, wenn es allgemein anerkannte Daten/Prognosen, Restriktionen und Modelle geben würde. Das gibt es aber nicht. Außerdem treten im Consultingprozess zu viele Fragen auf, die kaum alle automatisiert werden können.

### **Lehren für Robo-Advisors**

Robo-Advisors für Privatkunden suggerieren die Generierung optimaler Anlageportfolios. Dieser Beitrag sollte klar machen, dass das mathematisch hoffentlich korrekte jeweilige Optimum nur unter zahlreichen Restriktionen, bestimmten Daten und auf Basis des gewählten Modells bestimmt werden kann. Das sollte immer transparent gemacht werden.

# ASSET ALLOKATION

## EINE WEITERE „GENERATION“ VON ASSET ALLOKATION BZW. MANAGEMENT (8-2014)

Als erste Generation von systematischen Asset Allokationsmethoden wird die 1-Faktor, nämlich den „Markt“ bzw. das „Beta“, und 1-Perioden Anwendung auf Basis der Portfolio-Selektion von Harry Markowitz genannt<sup>36</sup> („Markowitz-Optimierungen). Davor gab es vor allem heuristische Methoden. Als zweite Generation kann man die Erweiterung auf mehr als einen Faktor und mehr als eine Periode bezeichnen. Der nächste große konzeptionelle Schritt besteht in der Abkehr vom „homo oeconomicus“ und von Normalverteilungsannahmen. Außerdem wird die unrealistische Annahme stabiler Korrelationen zwischen Anlageklassen in Frage gestellt („dritte Generation“).

Die Einführung von Risikomaßen, die nicht auf Normalverteilungen basieren, führt zu konzeptionell besseren Risikomaßen als Schwankungsintensität bzw. Volatilität. Aber ebenso wie für Markowitz-Optimierungen werden auch für diese sogenannte dritte Generation meist weiterhin Rendite-, Risiko und Korrelationsprognosen benötigt.

Eine wesentliche weitere Entwicklungsstufe von Asset-Allokationsmodellen ist die komplette Abkehr von Prognosen. Es besteht zunehmend Einigkeit darüber, dass Renditen besonders schwer zu prognostizieren sind. Neuere Optimierungsmodelle versuchen daher, vor allem ohne Renditeprognosen auszukommen. Viele benötigen aber noch Risiko- und Korrelationsprognosen.

Die aktuellste Generation der Asset Allokation versucht, auch ohne solche Prognosen auszukommen. Er wird auch Evidence Based Investment genannt. Optimierungen ohne Prognosen sind schwierig. Aber mit Hilfe von auf Vergangenheitsdaten aufbauenden umfassenden Simulationen und Szenarioanalysen können relativ robuste Portfolios in Bezug auf vergangene oder potentielle künftige Verluste konstruiert werden. Aus unterschiedlichen robusten Portfolios kann dann ein für den jeweiligen Investor gut geeignetes ausgesucht werden. Bei vorgegebener Risikotoleranz, gemessen als maximal tolerierter Verlust, kann dann dasjenige mit der höchsten erwarteten Rendite über mehrere Perioden selektiert werden. Die konzeptionelle Basis dafür liefert das sogenannte Kelly-Kriterium.

Diversifikator verfolgt allerdings einen anderen Ansatz, nämlich einen systematisch-prognosefreien und sogar optimierungsfeien. Diesen kann man kaum als Weiterentwicklung bestehender Ansätze sondern eher als Rückkehr zu einfacheren Wurzeln bezeichnen.

---

<sup>36</sup> Zur Definition von Generationen s. Markus Schuller von Pantheera am 11.8.2014 in den Institutional Money News

## DAS „MOST PASSIVE“ KAPITALGEWICHTETE ALL-ASSET PORTFOLIO (7-2016)

Passives Anlegen ist populär, daher könnte ein „most-passive“ Ansatz (also das „passivste“ Portfolio) besonders attraktiv sein. Eine vollkommen passive Kapitalanlage gibt es aber nicht. Selbst wenn nur Indexfonds bzw. ETFs genutzt werden und keine Rebalanzierungen und kein ETF-Austausch erfolgen, kann ein Start-Portfolio bzw. die Ausgangs-Asset-Allokation nicht ohne Auswahlentscheidungen umgesetzt werden. So muss entschieden werden, welche Anlagesegmente, Regionen etc. aufgenommen werden sollen und welche nicht. Wie geht man zum Beispiel mit Hedgefonds-ETFs, Faktor-ETFs, währungsgesicherten ETFs und ähnlichen Produkten um?

Da es kein eindeutiges entscheidungsfreies Startportfolio gibt, gibt es auch keine 100%ig passive Anlagemöglichkeit. Aber man kann nahe an ein vollkommen passives Portfolio herankommen. Mit dem Weltmarktportfolio (WMP) hat Diversifikator versucht, ein solches „most-passive“ Portfolio zu erstellen.

Das Weltmarktportfolio nutzt nur ETFs, also indexnachbildende und damit weitgehend passive Fonds. Das ist nichts Besonderes. Besonders ist aber die Antwort auf die Frage, wie man zum Startportfolio kommt. Das WMP versucht, den Weltanlagekapitalstock nachzubilden, also die aggregierten Anlagen aller Kapitalanleger weltweit. Wenn das vollständig gelingen würde, wäre Rebalanzierung auf die Ausgangsallokation nicht unbedingt nötig. Denn wenn es keine Kapitalzuflüsse zum oder Abflüsse aus dem weltweiten Kapitalanlagestock gäbe und das Weltmarktportfolio den Anlagekapitalstock perfekt abbilden würde, würde das „most-passive“ Portfolio sich automatisch verändern, wenn sich Anlegerverhalten ändert. Beispiel: Wenn Anleger in großem Umfang, so dass es bei der Messung des Kapitalstocks nachvollziehbar wäre, aus niedrigverzinslichen Anleihen in Aktien umschichten würden oder aus europäischen Aktien in US Aktien, würden die niedrigverzinslichen Anleihen bzw. die europäischen Aktien an Wert verlieren und die Aktien bzw. US-Aktien im Wert steigen. Das den Kapitalanlagestock nachbildende Portfolio würde sich durch diese Wertveränderungen – ähnlich wie bei kapitalgewichteten Aktienportfolios – automatisch mit diesen Anlageverschiebungen mit entwickeln. Das most-passive Portfolio ist also eine Art kapitalgewichtetes All-Asset Portfolio.

Für die Entwicklung des most-passive Portfolios werden keinerlei Optimierungen oder Modelle benötigt<sup>37</sup>. Das ist anders als bei den meisten anderen ETF- bzw. Startportfolios. Es werden sogar weniger Annahmen genutzt als im sogenannten naiven Portfolio. Bei einem naiven Portfolio werden Anlagegelder auf alle ausgewählten Anlageklassen gleichverteilt. Es gibt aber keine anerkannte Liste von Anlageklassen, so dass subjektive Definitionen und Abgrenzungen eine Auswirkung auf die Allokation haben. So schließt ein 50/50 Aktien/Anleiheportfolio viele Anlagesegmente wie z.B. Immobilien aus. Außerdem ist unklar, auf welcher Basis die Allokation zu Aktien und die Allokation zu Anleihen innerhalb der Anlageklassen bzw. Segmente aufgeteilt werden soll. Des Weiteren werden naive Portfolios normalerweise nach

---

<sup>37</sup> Details siehe Dokument „Diversifikator Asset Allokation und ETF-Selektion“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

bestimmten Perioden wieder auf die Ausgangsgewichtung rebalanziert und die Entscheidung über die Rebalanzierungshäufigkeit ist ebenfalls eine „aktive“ Entscheidung.

Die Qualität des most-passive Portfolios hängt davon ab, ob gute und aktuelle Daten zum globalen Anlagekapitalstock vorliegen. Außerdem müssen Entscheidungen getroffen werden, mit welchen Indizes bzw. ETFs dieser Kapitalstock nachgebildet wird. Das ist besonders für illiquide Anlagen schwierig. Aber es ist wesentlich weniger entscheidungsabhängig und damit wesentlich passiver als klassische Allokationen.

Portfolios aus ETFs könne komplett diskretionär, also unabhängig von transparenten Regeln, hergeleitet bzw. gestartet werden. ETF Portfolios können aber auch quantitativ hergeleitet werden. Bei quantitativen Herleitungen werden oft sogenannte Markowitz-Optimierungen oder daraus abgeleitete Modelle genutzt. Damit gibt es sowohl aktive Entscheidungen über das genutzte Modell als auch über die verwendeten Daten. Man braucht zumindest Prognosen für Renditen, Volatilitäten (als Risikomaß) und Abhängigkeiten zwischen den Anlageklassen. Dabei kann man auf lineare Zusammenhänge setzen oder auf nicht-lineare. Man kann einperiodische oder mehrperiodische Optimierungen vornehmen. Und die Prognosen können auf allen möglichen Vergangenheitsdaten oder auch anderen Daten wie Simulationsergebnissen basieren<sup>38</sup>. Bei der Vielzahl der Entscheidungsmöglichkeiten ist es nicht verwunderlich, dass Startallokationen von Multi-Asset-Portfolios oft stark voneinander abweichen.

## MULTI-ASSET BENCHMARKS: GIBT‘S NICHT, WILL KEINER. ODER DOCH? (7-2018)

Bei der Kapitalanlage geht es darum, eine gute Rendite mit einem akzeptablen Risiko zu erreichen. Was „gut“ und „akzeptabel“ ist, wird meist anhand von Benchmarks bzw. Indizes gemessen. Obwohl fast alle Geldanleger "Multi-Asset" Strategien verfolgen, gibt es keine anerkannten Multi-Asset Benchmarks. Das sollte sich ändern.

### **Viele Spezialindizes aber keine anerkannten Multi-Asset Indizes?**

MSCI alleine kalkuliert über 190.000 Aktienindizes<sup>39</sup>. Es gibt auch zahlreiche Indizes für Anleihen, Rohstoffe, Währungen und Anlagestrategien<sup>40</sup>. Auch für illiquide Anlagen gibt es Indizes, z.B. von MSCI für Immobilien. Für andere Anlagesegmente wie Infrastruktur oder Hedgefonds gibt es dagegen keine mir bekannten Indizes von anerkannten Indexanbietern.

### **Viele Multi-Asset Portfolios**

---

<sup>38</sup> zu unterschiedlichsten Allokation trotz gleicher Anlagesegmente und Vergangenheitsdaten siehe die beiden „Pseudo-Optimierer“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>39</sup> <https://www.msci.com/documents/1296102/1362201/MSCI-Global-Indexes-modern-index-strategy-May-2018.pdf/32d50fc3-d03c-73d9-ba3a-d72f13dfd5eb>

<sup>40</sup> <https://www.bloomberg.com/professional/product/indices/bloomberg-barclays-indices-fact-sheets-publications/>

<sup>41</sup> <https://www.bloomberg.com/professional/product/indices/bloomberg-strategy-indices/#/>

Professionelle Anleger legen zwar vor allem in Aktien und Anleihen an, aber auch in andere Anlageklassen, vor allem Immobilien. Sie brauchen eigentlich unabhängige Benchmarks. Obwohl es tausende von Multi-Asset Portfolios und Fonds gibt, scheinen Anbieter von Kapitalanlagen aber keinen großen Wert auf anerkannte bzw. unabhängige Multi-Asset Benchmarks zu legen, sonst würde es sicher einige davon geben. Woran könnte das liegen?

### **Indizes sind theoretisch sehr einfach aber praktisch nur sehr schwer zu schlagen**

Vielleicht liegt das daran, dass schon Single-Asset Benchmarks schwer zu schlagen sind. Es gibt zahlreiches Research das zeigt, dass sogenannte aktive Fonds selten ihre Benchmarks schlagen. Und den Fonds, die ihre Benchmarks in einer Periode schlagen können, gelingt das in Folgeperioden relativ selten. Hinzu kommt, dass es sehr schwer ist, vorab künftige Outperformer zu identifizieren.

Dabei müsste es relativ einfach sein, passive Benchmarks zu schlagen. Das sollte sogar mit regelbasierten Strategien möglich sein, wie zahlreiche Studien zu sogenannten Alphapotentialen von Anlagefaktoren wie Small Cap, Momentum, Low Volatilität etc. zeigen sollen. In den meisten mir bekannten Vergleichen schlagen sogar einfache Gleichgewichtungen die meist kapitalisierungsgewichteten Benchmarks<sup>42</sup>.

### **Auch 50/50 ist schwer zu schlagen**

Die meisten der mir bekannten Studien beziehen sich auf Aktienmärkte. Es könnte sein, dass Multi-Asset Benchmarks noch schwerer zu schlagen sind als Aktienbenchmarks ([andere Meinung](#)<sup>43</sup>). So wissen Praktiker, wie schwer eine 50/50 Aktien/Anleihebenchmark zu schlagen ist.

Selbst Hedgefonds, die ja besonders „aktiv“ mit Derivaten, Leerverkäufen, Leverage etc. gemanagt werden können, schlagen solche einfachen Benchmarks eher selten. Das kann man z.B. prüfen, indem man einen der sehr wenigen replizierbaren Hedgefondsindizes<sup>44</sup> mit einer solchen Benchmark vergleicht.

Vielleicht werden solche gemischten Benchmarks deshalb nur sehr selten genutzt.

### **Ausnahmeinvestor Yale**

Mir ist nur ein Beispiel bekannt, das einfache Mischbenchmarks wie 30/70, 50/50 oder 70/30 über längere Perioden geschlagen hat, und das ist die Yale Universitätsstiftung (siehe dazu z.B. die Performance Analysen der Harvard und Yale Stiftungen von Absolut Research aus Hamburg).

---

<sup>42</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

<sup>43</sup> <https://www.robeco.com/de/aktuelle-analysen/2017/09/fallstricke-bei-einer-passiven-anlage-in-einer-globalen-multi-asset-benchmark.html>

<sup>44</sup> <https://www.feri.de/en/investment-management/alternative-investments/hedge-funds/>

Auch der aktuellste Report zeigt: „Over the ten-year period ending June 30, 2017, the Endowment earned an annualized 6.6% return, net of fees, placing Yale among the top 4% of colleges and universities. Over the same period, domestic stocks returned 7.3% and domestic bonds returned 4.5%<sup>45</sup>.

### **Sehr unterschiedliche peergrouporientierte Benchmarks**

Es gibt keinen überzeugenden Grund, eine 50/50 Aktien/Anleihebenchmark zu nutzen. Ähnliches gilt für andere willkürliche Aktien/Anleihemischungen. Institutionelle Anleger haben sich daher in der Vergangenheit oft an die Vorschläge von Investmentberatern gehalten. Diese haben „pseudo-optimale“ Anlageallokationen<sup>46</sup> und/oder Mindestrenditen bestimmt bzw. berechnet, mit denen sich reale Anlageergebnisse messen konnten.

Obwohl institutionelle Anleger in den USA und Deutschland dabei teilweise dieselben Consultants genutzt haben, die mit denselben Modellen und Daten arbeiten sollten, lagen die angeblich optimalen Allokationen in den USA oft nahe bei 50/50 und in Deutschland in den letzten Jahren wohl eher bei 10/90. Das ist nicht durch unterschiedliche Regulierungen zu erklären, eher schon durch Orientierung an den „Wettbewerbern“ (Peergroups).

### **Es gibt Multi-Asset Benchmarks, aber sie werden nicht genutzt**

Seit einigen Jahren gibt es aber einigermaßen verlässliche Untersuchungen dazu, wie die Kapitalanlagen aller privaten und institutionellen Anleger weltweit zusammengestellt sind. Das kann als kapitalgewichtete Multi-Asset Benchmark aufgefasst werden (Quellen und Umsetzung siehe z.B. "Das Diversifikator Buch" im Archiv auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com), siehe auch [hier](#)<sup>47</sup>) und es gibt inzwischen auch Benchmarkportfolios aus ETFs dazu (siehe z.B. die Weltmarktportfolios von Diversifikator seit Anfang 2016, siehe auch [hier](#)<sup>48</sup> und [hier](#)<sup>49</sup>, oder der DE000SLA3L23 von Panthera und Solactive seit Juni 2017).

Während die Rückrechnungen von Diversifikator eine attraktive Performance zeigen (siehe „Das Diversifikator Buch“), kommen [Doeswijk/Lam/Swinkels](#)<sup>50</sup> zu schlechteren Ergebnissen. Schlechte Ergebnisse einer Benchmark müssten von aktiven Managern aber einfach zu schlagen sein und sollten daher eher zur praktischen Nutzung der Benchmark anregen.

### **Risikomanagement als Problem für Benchmarker**

Sehr viele Multi-Asset Portfolios nutzen ein Risikomanagement. Je nachdem, wie das Risikomanagementsystem konzipiert ist, kann es zu erheblichen Änderungen in Allokationen

---

<sup>45</sup> [https://static1.squarespace.com/static/55db7b87e4b0dca22fba2438/t/5ac5890e758d4611a98edd15/1522895146491/Yale\\_Endowment\\_17.pdf](https://static1.squarespace.com/static/55db7b87e4b0dca22fba2438/t/5ac5890e758d4611a98edd15/1522895146491/Yale_Endowment_17.pdf) Seite 22

<sup>46</sup> <http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/>

<sup>47</sup> <https://www.robeco.com/de/aktuelle-analysen/2017/09/fallstricke-bei-einer-passiven-anlage-in-einer-globalen-multi-asset-benchmark.html>

<sup>48</sup> <http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>

<sup>49</sup> <http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/>

<sup>50</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2978509%20&](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2978509%20&)

führen. So kann ein Portfolio bei starken Risikosignalen auch zeitweise komplett abgesichert werden, so dass es sich wie eine Geldmarktanlage verhält. Ein solches Portfolio mit einer starren Allokation zu vergleichen, ist schwierig. Daher werden Multi-Asset Benchmarks von manchen Marktteilnehmer prinzipiell abgelehnt.

Man kann aber mehrere Alternativen andenken. So können z.B. Multi-Asset Hedgefonds als Benchmark für risikogemanagte traditionelle Portfolios genutzt werden. Allerdings haben Hedgefonds ganz andere Investmentmöglichkeiten als traditionelle Portfolios. Daher ist alternativ ein einfach risikogesteuertes Weltmarktportfolio als Benchmark sinnvoll. So hat sich die 200-Tagelinie langfristig zur Risikosteuerung bewährt (siehe z.B. [hier](#)<sup>51</sup>). Auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) findet man die Performance des Weltmarktportfolios Trend, das als risikogesteuerte Multi Asset Benchmark genutzt werden kann (siehe auch [hier](#)<sup>52</sup>).

### **Tracking Error als Problem für Risikomanager**

Problematisch wird es, wenn Multi-Asset Anleger Tracking Restriktionen nutzen. So ist mir der Fall eines großen institutionellen Anlegers bekannt, der nur eine limitierte Abweichung von seiner strategischen Asset Allokation zulassen wollte. Man konnte mit einer einfachen Rückrechnung zwar zeigen, dass eine konsequente Umsetzung eines Risikosteuerungssystems wesentlich geringere Risiken als die strategische Allokation gebracht hätte, aber trotzdem wurde an einer relativ geringen maximal erlaubten Abweichung von der strategischen Assetallokation festgehalten.

Selbst wenn Multi-Asset Benchmarks genutzt werden sollte man daher darauf achten, die Handlungsmöglichkeiten für Risikomanager nicht durch Tracking-Error Vorgaben zu begrenzen.

### **Fazit: Anleger sollten Multi-Asset Benchmarks nutzen**

Es gibt also nachvollziehbare Multi-Asset Benchmarks mit und ohne Risikomanagement. Auch wenn Portfolioanbieter und Berater sich mit solchen Benchmarks schwertun, sollten Anleger sie nutzen.

## **VERANTWORTUNGSVOLLE ALS EINZIGE OFFIZIELLE GELDANLAGE-BENCHMARKS: SO KANN DIE WELT GANZ EINFACH VERBESSERT WERDEN (3-2019)**

Es gib vor allem vier Gründe, warum Anleger bisher immer noch zögerlich mit sogenannten verantwortungsvollen Investments sind:

1. Unklare Definition, was verantwortungsvoll ist und was nicht (Taxonomie)
2. Niedrigere Renditeerwartungen
3. Höhere erwartete Risiken
4. Scheu vor zu hohem Tracking Error (Abweichung von „offiziellen“ Benchmarks)

---

<sup>51</sup> <https://arxiv.org/abs/1404.3274>

<sup>52</sup> <http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/>

## **Nachhaltigkeits-Taxonomie ist in Arbeit**

Der erste Punkt wird gerade von der EU mit der „Taxonomie-Initiative“ (“the Commission proposal to establish a unified EU classification system (‘taxonomy’) of sustainable economic activities”, siehe [hier](#)) angegangen. Auch verschiedene Marktteilnehmer, denen die EU Initiative zu langsam ist oder zu stark auf den ökologischen Faktor fokussiert, arbeiten an dem Thema (siehe [DVFA](#)).

## **Die Performance nachhaltiger Investments ist gut**

Zum zweiten und dritten Punkt gibt es inzwischen tausende von Studien und auch Studien über Studien (Metastudien). Die meines Wissens bisher umfassendste Untersuchung (siehe [hier](#)) ergibt keine grundsätzlichen Nachteile für verantwortungsvolle Anlagen sondern sogar eher Vorteile.

## **Bisher keine ernsthafte Tracking Error Diskussion**

Der vierte Punkt wird kaum thematisiert. Er erscheint mir aber besonders wichtig (siehe mein Beitrag [hier](#)). Außerdem können Politiker und Regulierer ihn nutzen, um ihre Ziele einfach zu erreichen.

## **Verantwortungsvolle Benchmarks: Erster Schritt getan**

Die Europäische Kommission hat sich explizit zum Ziel gesetzt, privates Kapital in nachhaltigere Investments umzuleiten. Dafür ist im März 2019 eine neue Benchmarkverordnung verabschiedet worden. Damit werden auch neue nachhaltige Benchmarks eingeführt (siehe [hier](#) und auch [hier](#)).

In der Begründung dazu heißt es: “The new regulation sets out how financial market participants and financial advisors must integrate environmental, social or governance (ESG) risks and opportunities in their processes, as part of their duty to act in the best interest of clients. It also sets uniform rules on how those financial market participants should inform investors about their compliance with the integration of ESG risks and opportunities.”

## **Traditionelle Benchmarks sind sehr wichtig, haben aber erhebliche Nachteile**

Institutionelle Anleger aber auch viele professionelle Portfolio- bzw. Fondsmanager weichen sehr ungerne von den durch institutionelle Consultants und/oder Gremien vorgegeben Benchmarks ab. So werden globale Aktienanlagen oft an globalen Aktienindizes gemessen. Vereinfacht zusammengefasst haben besonders hoch bewerte Aktien und oft auch Länder oder Branchen hohe Anteile an diesen Benchmarks.

Das galt für den Japan-Anteil vor der Japan-Krise, den Technologieanteil vor der sogenannten Dot-Com Krise etc. . Dabei sind solche Benchmarks durchaus subjektiv, wie man zum Beispiel an der aktuellen Diskussion über den China-Anteil sehen kann.



Trotzdem wollen sehr viele professionelle Anleger und Großinvestoren oft nur möglichst geringfügig von solchen Benchmarks abweichen. Sie scheinen mehr Angst davor zu haben, schlechter als ihre sogenannte Peergruppe zu sein, als Chancen in Abweichungen zu sehen (siehe z.B. „Anbieter sind auch nur Menschen“ [hier](#)).

### **Bisherige nachhaltige Benchmarks mit negativen Tracking Error Restriktionen**

Inzwischen gibt es auch sogenannte nachhaltige Benchmarks oder Indizes (siehe z.B. [hier](#)). Viele dieser Indizes lassen selbst aber nur geringe Abweichungen von traditionellen Benchmarks zu.

Das zeigt sich zum Beispiel an der „Best-In-Class“ Diskussion. Um nicht zu sehr von klassischen Indizes abzuweichen, in denen z.B. Ölonternehmen oft hohe Anteile haben, kommen Ölonternehmen mit relativ guten nachhaltigen Beurteilungen im Vergleich zu anderen Ölonternehmen in den jeweiligen „nachhaltigen“ bzw. „verantwortungsvollen“ Index.

### **Streng nachhaltige Anleger verfolgen einen „Best-in-Universe“ Ansatz**

Sie würden auch nicht akzeptieren, dass ihre Portfoliobestandteile Umsätze mit sogenannten Ausschlußsegmenten wie Atomenergie, Alkohol, Tabak etc. machen. Die heute populären sogenannten nachhaltigen Indizes nutzen aber nur wenige 100% Ausschlüsse. Begründung ist meist, dass man nicht zu stark von klassischen Benchmarks abweichen möchte.

Auch die Gewichtung von Bestandteilen in nachhaltigen Indizes ist nicht streng verantwortungsvoll. So werden oft Aktien mit relativ schlechten Nachhaltigkeitsratings untergewichtet. Aber warum werden sie nicht ganz ausgeschlossen?

### **Streng nachhaltige Benchmarks sind sehr einfach zu konstruieren**

Dabei ist es einfach, streng nachhaltige Indizes zu konstruieren (siehe z.B. [hier](#)). So muss man nur die Aktien oder Anleihen von Unternehmen selektieren, die nach den relevanten Kriterien wie Umwelt, Soziales und Unternehmensführung zu den Besten gehören. Diese werden dann gleichgewichtet und z.B. jährlich rebalanziert.

Regulatoren könnten künftig vorschreiben, dass nur noch streng nachhaltige Indizes als offizielle Benchmarks genutzt werden dürfen. Das würde nicht bedeuten, dass auch komplett so investiert werden muss.

### **Umgekehrte Beweispflicht**

Nachhaltige Indizes als Pflicht-Benchmarks hätten durchaus Vorteile für traditionelle Anleger.

So klagen Marktteilnehmer heute darüber, dass die neuen Anforderungen der EU zu einem aufwändigen Reporting in Bezug auf die Nachhaltigkeit ihrer Kapitalanlagen führen. Wenn Anleger aber anerkannten streng nachhaltigen Indizes folgen würden, müssten sie nur noch auf

diese Tatsache verweisen. Dann müssten nur noch erhebliche Abweichungen von dieses Indizes erklärt werden (siehe auch [hier](#)). Im englischen würde man dafür den Ausdruck „comply or explain“ benutzen.

### **Professionelle Kapitalanlage-Anbieter müssten nachhaltige Pflichtbenchmarks eigentlich unterstützen**

Professionelle Kapitalanlageanbieter klagen oft darüber, dass nachhaltige Investments ihr Investmentuniversum einschränken. Sie fürchten Renditeeinbußen und Risikosteigerungen. Das heißt, dass sie erwarten, dass nachhaltige Benchmarks einfacher outzuperformen sind als traditionelle Benchmarks.

Deshalb müssten traditionelle Anbieter sehr froh sein, wenn ihnen einfach zu schlagende Benchmarks vorgeschrieben würden.

### **Portfoliobildung sollte streng nachhaltig starten**

Es ist richtig, dass Anbieter im besten Interesse ihrer Anleger nicht ausschließlich auf Nachhaltigkeit achten müssen. Aber warum starten sie dann ihre Portfoliobildung nicht mit streng nachhaltigen Portfolios und ergänzen diese um aus ihrer Rendite- und Risikosicht „attraktivere“ Positionen?

Heute werden bestehende Portfolios, die nicht mit Hilfe von Verantwortungskriterien zusammengestellt wurden, nachträglich nachhaltiger gemacht. Keiner zwingt Anbieter zu diesem Vorgehen.

Das Argument, nur so gute Rendite bzw. geringe Risiken für Anleger zu erreichen, ist sehr zweifelhaft. Es ist inzwischen ziemlich anerkannt, dass aktive Manager passive traditionelle Benchmarks nicht verlässlich schlagen können. Das gilt auch für passive nachhaltige Benchmarks (siehe z.B. oben erwähnte Metastudie).

### **Nur MSCI als Verlierer?**

Traditionelle Indexanbieter werden meinen Vorschlag wohl nicht so lustig finden. Ich kenne nämlich noch keine offiziellen Indizes, die streng nachhaltig sind. Aber die können ja schnell entwickelt werden. Und natürlich sollen Indexanbieter mit diesen Indizes auch weiterhin Geld verdienen dürfen. Aber die Einnahmen aus traditionellen Indizes werden so sicher sinken. Das dürfte vor allem den Indexdominator MSCI treffen.

Viele Assetmanager wären darüber wohl nicht traurig, da MSCI seine dominierende Stellung in den letzten Jahren genutzt hat, um ordentlich Geld zu verdienen.

Mit der Forderung, nur nachhaltige als Pflicht-Benchmarks zu nutzen, kann wohl auch die dominierende Stellung von MSCI begrenzt werden.

## **Pflicht-Benchmarks sind kein unzulässiger Markteingriff**

Da die Anlagefreiheit nicht beschränkt würde, sehe ich in der Vorgabe zur Nutzung nachhaltiger Benchmarks keinen direkten Markteingriff. Es wäre aber gut, wenn die Anforderungen an solche Indizes standardisiert würden.

Eine solche Normierung ist relativ einfach. So könnten Listen anerkannter Ausschlüsse eingeführt werden. Zusätzlich sollten **separate** E, S und G Ratings genutzt werden, an die ebenfalls einige Anforderungen gestellt werden sollten, ohne das einzelne Index- oder Ratinganbieter bevorzugt würden. Auch unternehmensinterne Ratings können zugelassen werden, wenn sie die Mindestanforderungen erfüllen (siehe z.B. Vorschläge [hier](#)).

## **ESG-Benchmarks: Call to Action für Politiker**

An die Arbeit, liebe Politiker: Setzt Euch dafür ein, dass nur nachhaltige Indizes als offizielle Benchmarks genutzt werden dürfen.

Wenn Anleger auch künftig so nah an ihren Benchmarks kleben wie heute, werden Geldanlagen so sehr schnell sehr viel nachhaltiger.

Diese Maßnahme ist zudem sehr kostengünstig umsetzbar.

So können (fast) alle gewinnen: Die Umwelt (Ecology), die Mitarbeiter und das soziale Umfeld von Unternehmen (Social), die Anleger (Governance) und vielleicht sogar Portfolioanbieter.

## **DAS WELTMARKTPORTFOLIO IST EIN RENDITEPORTFOLIO (9-2016)**

Das Weltmarktportfolio (WMP) beruht auf einer einfachen Idee: Wenn es gelingt, die aggregierten Kapitalanlagen aller Anleger weltweit („Kapitalanlage- oder Kapitalstock“) zu kopieren, kommt man zum passivsten denkbaren Portfolio. Und das hat Vorteile, denn so fallen kaum Transaktionskosten an. Und der Nachbau der aggregierten Kapitalanlagen führt auch dazu, dass man sich kaum verspekulieren kann bzw. Fehlprognosen irrelevant sind, weil das WMP ohne Prognosen auskommt. Wenn Anleger insgesamt zum Beispiel aus Aktien in Anleihen oder umgekehrt aus Anleihen in Aktien umsichtigen, sind zwar Verluste in dem Segment zu erwarten, dass abgebaut wird, aber Gewinne in dem Anlagesegment, das aufgestockt wird.

Die Umsetzung einer most-passive Allokation ist aber nicht so einfach. So gibt es keine wirklich verlässlichen und aktuellen Messungen des Kapitalstocks und die meisten Anleger können weltweit diversifizierte illiquide Anlagen nicht einfach kopieren. Diversifikator hat sich daher auf die Umsetzung der besten bekannten Untersuchungen mit kostengünstigen Indexfonds in Form von ETFs fokussiert.

Die Rückrechnung der Ergebnisse des so konstruierten Portfolios ergibt sehr attraktive Ergebnisse. So ergab sich ohne Rebalanzierungen, die sich normalerweise vorteilhaft auswirken, von Anfang 2008 bis zum offiziellen Portfoliostart zu Anfang 2016 eine Rendite von 5,4% p.a., einen maximalen Verlust von 23%, eine Volatilität von 8,5% und somit bei einer 0-Zins Annahme eine Sharpe Ratio von 0,63. Ein Weltaktien-ETF bzw. eine durch gute Anleiherenditen in der Periode kaum schlagbare 60/40 Aktien/Anleihe ETF-Benchmark, hätte die folgenden Werte ergeben: Rendite 4,1% p.a. bzw. 4,9% p.a., Volatilität 20,5% und 10,2%, Sharpe Ratios 0,2 und 0,48, und maximale Verluste 49% und 25%. Eine Faktoranalyse des WMP hat nur für den S&P 500 mit 0,6 aber für keinen der anderen fast 50 untersuchten Faktoren eine Abhängigkeit von mehr als 0,5 ergeben<sup>53</sup>.

Um zu verstehen, wie die guten Vergangenheits- und auch die sehr gute „live“ Performance des Portfolios in 2016 zu erklären sind, wurden die dem Portfolio zu Grunde liegenden Anlagesegmente separat analysiert. Hier sind die Ergebnisse: Das einzige Anlagesegment mit einer besseren Sharpe Ratio als das Gesamtportfolio in der Analysenperiode von Januar 2008 bis Ende April 2016 ist das der Euro-Anleihen. Die Renditen dieses Segmentes liegen allerdings erheblich unter denen des Weltmarktportfolios insgesamt. Nicht-Euro Anleihen haben durch Währungseffekte die höchsten Renditen aller Einzelsegmente aber auch höhere Volatilitäten und fast so hohe Verluste wie das aggregierte Weltmarktportfolio. Die schlechteste Sharpe Ratio haben europäische Aktien. Das ist eine Folge der geringsten Renditen und der höchsten Volatilitäten im Segmentvergleich.

Europäische Aktien haben zudem sehr hohe maximale Verluste. Non-Euro Aktien hatten zwar ebenfalls hohe Verluste und Volatilitäten, aber dafür sehr gute Renditen. Die „Alternatives“ (also Immobilien-, Infrastruktur-, Rohstoff-, Private Equity und Agraraktien-ETFs) schneiden im Backtest nicht besonders gut ab, wenn man Korrelationen vernachlässigt: Sie haben die zweitschlechtesten Renditen nach den europäischen Aktien und auch hohe Volatilitäten und hohe maximale Verluste. Das ist jedoch nicht durchgängig so. In den Jahren 2009 und 2010 zeigen Alternatives besonders gute Renditen. Die Alternatives-Kennzahlen für die Jahre 2008-2010 wurden stark durch Immobilienaktien und REITs geprägt. In den anderen Jahren sind Alternatives dagegen bei den Kennzahlen meist im Mittelfeld zu finden.

Nur ein kleiner Teil der Effekte der einzelnen Segmente ist auf die Dollarkursentwicklung zurückzuführen. Der Dollar-Index stieg in der betrachteten Periode, vor allem in den Jahren 2014 und 2015, zwar um 3,2% p.a., aber er hat in 2009, 2012 und zu Anfang 2016 eine negative Entwicklung gehabt.

Fazit: Die Mischung macht es aus oder das Ganze ist mehr als die Summe seiner Teile, so wie es bei einer guten Diversifikation sein soll. Gute Portfolios kann man offenbar auch ohne Prognosen und Optimierungen bilden, oder vielleicht gilt sogar: Das Weltmarktportfolio ist besonders gut, weil keine Prognosen und Optimierungen verwendet werden. Wenn das most-passive Portfolio die Benchmark für „aktive“ Multi-Asset Manager wäre, gäbe es nur sehr wenige Manager, die diese Benchmark schlagen würden.

---

<sup>53</sup> die meisten der hier genannten Daten sind auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) zu finden

## GOAL-BASED INVESTING FÜHRT ZU NIEDRIGEN AKTIENQUOTEN (7-2016)

Goal-Based Investing (GBI) ist eine Anlagepolitik, die Anlageportfolios auf konkrete Sparziele wie Autokauf, Wohnungskauf, Urlaub etc. ausrichtet. Die renommierte Beratungsgesellschaft Deloitte und alfi, der Luxemburger Fondsverband, empfehlen: „Asset management firms and their advisors should shift to holistic, goal-based advice. Goal-based investing wird auch als typisch für und als einer von drei “crucial disruptors” von Robo-Advisors gesehen.<sup>54</sup>

Was für Auswirkungen hat GBI auf die Asseetallokation? Nehmen wir ein einfaches Beispiel einer Anlegerin mit einem Startkapital, z.B. aus einer Erbschaft, von 200.000 Euro. Sie hat konkrete Pläne für einen Autokauf, ihre Hochzeit, eine große Urlaubsreise und einen Wohnungskauf. Die Wohnung soll überwiegend kreditfinanziert werden während die anderen Ziele ohne Kreditaufnahme erreicht werden sollen. Dafür werden insgesamt EUR 100.000 Eigenkapital benötigt. Die Pläne sollen in den nächsten 4 Jahren umgesetzt werden. Ein Goal-Based Ansatz in seiner Reinform würde jetzt 5 Portfolios entwickeln: Ein besonders risikoarmes Portfolio für die kurzfristigste Anschaffung, z.B. das Auto, drei weitere jeweils etwas riskantere Portfolios für die anderen geplanten Anlageziele und ein eher risikoreiches (im Sinne einer höheren Aktienquote als bei den Sparzielportfolios) für den Anlagebetrag, der noch nicht für irgendein Ziel vorgesehen ist. Das ist so ähnlich wie Target-Date Investing mit mehreren Portfolios für sehr naheliegende Target-Dates, dürfte also zu vier sehr ähnlichen Portfolios mit sehr hohen Quoten risikoarmer Anlagen und zu einem riskanteren Portfolio für die Langfristanlage führen.

Die Alternative ist die klassische Anlage in ein einziges Portfolio, welches der generellen Risikotoleranz der Anlegerin entspricht, also z.B. ein 50/50 Aktien/Anleihen Portfolio. Ein solches Portfolio hat einen erwarteten maximalen Verlust von ca. 25%, wenn man die Verluste aus 2008 zugrunde legt. Wenn es sehr schlecht läuft und das Portfolio wirklich in den ersten 4 Jahren 25% an Wert verliert, bleiben – nach allen Anschaffungen – immer noch 50.000 übrig. Beim Goal-Based Investing würde die Anlegerin aber die vier anlagezielorientierten Portfolios eher konservativ mit 100% Tagesgeld für die erste Anlage und ebenfalls sehr hohen Tagesgeld- oder Anleihequoten für die weiteren drei kurzfristigen Sparziele umsetzen, um alle vier Anlageziele sicher zu erreichen. Das Restportfolio von 100.000 Euro würde wahrscheinlich 50/50 in Aktien/Anleihen angelegt werden. Insgesamt wäre die durchschnittliche Aktienquote dieser Goal-Based Portfolios wesentlich niedriger als ein „klassisches“ risikotoleranzorientiertes 50/50 Portfolio der Anlegerin.

Mir ist nicht klar, welche Vorteile Goal-Based Investing für Anleger bringt, zumindest nicht für Anleger, die über nennenswertes noch „zielfreies“ bzw. Reserve-Anlagekapital verfügen. Die Anlegerin muss sich zwar über ihre Ziele klar werden, was grundsätzlich gut ist, aber es scheint sehr aufwändig, für jedes Anlageprojekt eine eigene Risikoeinschätzung und separate Portfolios<sup>55</sup> durch bzw. für die Anlegerin erstellen zu lassen, selbst wenn das technisch einfach

---

<sup>54</sup> Deloitte/alfi, How can Fintech facilitate fund distribution? June 2016, S. 10, S. 39 und S. 38

<sup>55</sup> zu den Schwierigkeiten der Bestimmung „optimaler“ Portfolios siehe z.B. die Pseudo-Optimierer auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

möglich ist. Es ist daher nicht verständlich, warum Deloitte und alfi Goal-Based Investing als „holistic“ bezeichnen. Man müsste es eher „piecemeal“ oder bruchstückhaft nennen.

Außerdem wird beim Goal-Based Investing nicht berücksichtigt, dass die Anlageziele auch dem Anlage(miss)erfolg angepasst werden können. Je nach Kapitalanlageverlauf kann das Auto teurer oder billiger werden und ähnliches gilt für die anderen Anlageziele, oder die Anschaffungen können vorgezogen oder nach hinten verlagert werden.

Robo-Advisors können Goal-Based Investing aber relativ effizient umsetzen und sich damit weiter von klassischen Beratern abheben. Daher ist es nachvollziehbar, dass Robo-Advisors von Goal-Based Investing profitieren können. Doch auch traditionelle Berater können davon profitieren, denn Goal-Based Investing hört sich gut an, scheint modern zu sein und kann daher als Differenzierung zu anderen traditionellen Beratern dienen.

Goal Based Investing hat noch einen weiteren Vorteil für Anbieter, nämlich wenn Goal-Based Investing dazu führt, dass die Meßlatten für den Erfolg von Kapitalanlagen niedriger gehängt werden. Und genau das passiert, wenn man dem Vorschlag von Deloitte und alfi folgt: „Measure performance based on achieving clients' goals within agreed timeframes rather than beating market benchmarks“<sup>56</sup>. So können GBI-nutzende (Robo-)Berater künftig wahrscheinlich wesentlich mehr Erfolge melden, als wenn sie sich an Marktbenchmarks messen müssten.

## KOMPLEXE STRATEGIEN SIND GUT FÜR ANBIETER ABER SCHLECHT FÜR ANLEGER (8-2016)

Der sehr anerkannte quantitative Assetmanager Research Affiliates hat kürzlich ein Beitrag zur Anleger-Vorliebe für komplexe Anlagestrategien veröffentlicht<sup>57</sup>. Darin werden folgende Argumente für komplexe Strategien genannt:

- Anleger denken, dass Kapitalmärkte nur mit komplexen Anlagestrategien geschlagen werden können
- Komplexität führt zu „Performance Chasing“, weil Anbieter komplexer Strategien nach Misserfolgen schneller ausgewechselt werden als Anbieter einfacher Strategien
- „Performance Chasing“ resultiert in schlechte Anlageergebnissen, weil oft nach guten Phasen gekauft und nach schlechten Phasen verkauft wird
- Produktanbieter und Berater mögen Komplexität, weil sie damit ihre Daseinsberechtigung zeigen, denn je komplexer bzw. weniger verständlich eine Strategie ist, desto eher wird der Asset Manager bzw. Berater benötigt und desto eher unterscheidet er sich von seinen Wettbewerbern
- Anbieter und Berater mögen Komplexität, weil sie damit höhere Gebühren rechtfertigen können
- Da fast alle Anbieter komplexe Ansätze vermarkten, ist es schwer, Anleger von den Vorteilen einfacher Ansätze zu überzeugen

---

<sup>56</sup> Deloitte/alfi 2016, S.10

<sup>57</sup> Jason Hsu und John West: The confounding bias for investment complexity, in Research Affiliates Fundamentals, Jan. 2016

Wenn einfache Strategien geringe Kosten haben ist es nachvollziehbar, dass Anleger mit einfacheren Anlagestrategien offenbar bessere Anlagergebnisse erzielen als mit komplexen Ablagestrategien<sup>58</sup>.

Möglicherweise ist die Vorliebe für komplexe Strategien in Deutschland sogar noch ausgeprägter als in den USA. Darauf deutet die geringe Verbreitung von ETFs bei Privatkunden hin.

Außerdem haben deutsche Anleger zu viel Angst vor Verlusten. Dabei meine ich nicht kurzfristig orientierte Kleinanleger, die keine bzw. kaum Verluste verkraften können, sondern größere Anleger, die langfristig orientiert sein sollten. Es ist zumindest bei Researchern wohl bekannt, dass (komplexe) Garantien, sonstige Risikominderungsstrategien aller Art und eben auch (teures) aktives Portfoliomanagement Rendite kosten.

Weil diese Anleger zu viel Angst vor Verlusten bzw. Krisen haben, selbst wenn sie nur temporärer Art sind, und weil sie denken, dass einfache passive Anlagelösungen sie nicht ausreichend vor Verlusten schützen, geben sie sehr viel Geld für Research, Beratung, aktives Fondsmanagement und indirekt auch für das Marketing von (komplexen) Fonds aus.

Werden Robo-Advisors mit ihren meist eher einfachen Strategien<sup>59</sup> keine Chance gegen Anbieter komplexer aktiver Fonds haben? Werden Anbieter von einfachen Robo-Strategien wie stabilen Allokationen zu Aktien/Anleihen Nachteile gegenüber solchen von komplexen Strategien haben? In 2016 war jedenfalls Scalable mit einer relativ komplexen Anlagestrategie erfolgreicher als Easyfolio mit seiner sehr einfachen Strategie.

Die Portfolios von Diversifikator sind sehr einfach und werden sogar „most passive“ genannt. Wir wurden schon oft gefragt, warum Anleger überhaupt für so einfache Portfolios bezahlen sollten. Unsere Antwort: Wir haben wenig Aufwand mit der Entwicklung von Portfolios, weil wir aufgrund von intensiven Researchauswertungen genau wissen, was wir wollen und weil wir nur wenige Daten einkaufen müssen. Wir benötigen auch keine komplexen Modelle, müssen keine aufwändigen Backtests erstellen und brauchen daher auch keine aufwändige Software bzw. EDV-Ausstattung. Der Aufwand besteht vor allem darin, aus dem sehr umfangreichen Research einfache Regeln abzuleiten und dann Berater und Anleger von dem einfachen Ansatz zu überzeugen.

Ich habe bisher keines der Portfolios irgendwo anders in ähnlicher Form gesehen, obwohl die Portfolios einfach sind oder vielleicht sogar weil die Portfolios so einfach sind. Und für das einfache Apple-Design zahlt man ja auch mehr als für komplexe Designs.

---

<sup>58</sup> Hsu/West 2016, S. 4

<sup>59</sup> Frühe Kritik siehe Elisabeth Kashner im ETF.com Analyst Blog am 22.8.2014

## PASSIVE ASSET ALLOKATIONEN SIND BESSER ALS AKTIVE (1-2020)

Passive Asset Allokationen sind besser als aktive, habe ich vor Kurzem in einer Diskussion mit einem Investmentprofi behauptet. Daraufhin fragte dieser zu Recht nach Belegen für meine These. Diese These basiert vor allem auf eigener Erfahrung und nicht auf einem bestimmten Researchbeitrag. Deshalb habe ich zunächst eine kurze Internetrecherche zu dem Thema Passive Asset Allokationen durchgeführt. Ecosia hat mich zu einigen interessanten Analysen von Morningstar geführt. Morningstar kann ja aufgrund seiner Historie als Ratingagentur für aktive Fonds nicht unbedingt verdächtigt werden, passive Investments zu favorisieren.

### **Morningstar: „Aktive“ Mischfonds sind schlechter als 50/50 Passive Asset Allokationen**

Hier ist die neueste Studie bzw. die mit der längsten betrachteten Zeitperiode, die ich gefunden habe: [In Mischfonds – hat sich die Flexibilität ausgezahlt?](#) von Barbara Claus vom 2. September 2019 kann man den Tabellen entnehmen, dass „moderate“ aber auch flexible Mischfonds über 15, 10, 5, 3 und 1 Jahre sowohl nach Renditen als auch nach Sharpe Ratios (das sind Rendite zu Risiko Relationen) weit hinter einer einfachen passiven 50/50 Aktien-/Anleihebenchmark zurückgeblieben sind. Barbara Claus erklärt das unter anderem mit Europa-Übergewicht, Fokus auf eher kurzfristige Anleihen, schlechtem Markttiming und hohen Fondskosten von 1,83% pro Jahr bei den „aktiven“ Mischfonds im Vergleich zur 50/50 Benchmark.

Beim Researchnetzwerk [SSRN](#) habe ich bei einem schnellen Check erstaunlicherweise keine wissenschaftlichen Publikationen zum Thema passive Asset Allokationen finden können. Das zeigt, wie selten das Thema bisher wissenschaftlich analysiert wurde.

### **Kostenlose Fondsdaten für eigene Analysen**

Passive Asset Allokationen kann man auch selbst mit aktiven Fonds vergleichen. Bei Morningstar ([Fund Screener](#)) kann man zum Beispiel die Renditen für globale ausgewogene und flexible Mischfonds ermitteln, indem man alle derartigen Fonds selektiert. Im zweiten Schritt kann man diese nach ihrer 5 Jahresperformance sortieren und dann die Rendite des Medianfonds (ca. Nr. 500) mit einer 50/50 ETF oder Indexmischung vergleicht.

Bei Fondsweb kann man sogar die 10Jahresrendite als Basis nehmen (<https://www.fondsweb.com/de/suchen/afocus/577-578/rfocus/122/sort/per10j>). Auch damit



wird allerdings die Finanzkrise 2008 nicht mehr erfasst. Relevante Informationen zu Fondsperformances findet man auch bei [Scope](#).

Der Nachteil des Vorgehens: Die kostenlos öffentlich verfügbaren Analysen sind zwar tagesaktuell aber nicht auf beliebige Perioden einstellbar. Kunden von Scope, Morningstar und Fondsweb können natürlich detailliertere Analysen machen.

### **Passive Asset Allokationen: Kostenlose Benchmarks**

Als Benchmark für eine passive Asset Allokation nutze ich den [Excel-Download: Historische Zeitreihen der Diversifikator Portfolios und Top 200 ESG-Indizes](#) (s. „Rückrechnungen“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Diese Tabelle erlaubt tagesgenaue Analysen mit frei wählbaren Perioden. Neben einer reinen Aktien ETF-Benchmark und einer 50/50 ETF-Benchmark können auch die „most passive“ Portfolios von meiner Firma Diversifikator als Benchmarks genutzt werden.

Wann immer ich das in der Vergangenheit gemacht habe, sind für drei und mehr Jahre 50/50 passive Asset Allokationen besser als der Medianfonds gewesen.

Andere passive Asset Allokationen kann man sehr gut mit [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) analysieren (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/kann-institutionelles-investment-consulting-digitalisiert-werden-beispiele/>).

### **Sehr gute Performance der passiven Allokationen von Diversifikator**

In den drei Jahren von 2017 bis 2019 hat das **Weltmarktportfolio Basis** von Diversifikator eine jährliche Rendite von 5,1% erreicht (siehe auch [hier](#) zur Kurzanalyse der Rückrechnung). Eine 50/50 ETF Benchmark wäre mit 6,7% pro Jahr besser gewesen. Ein Teil der niedrigeren Performance des Weltmarktportfolios über drei Jahre aber auch einer besseren über ein Jahr ist durch den hohen Alternativesanteil von ca. 30% zu erklären. So hat das passive Listed **Alternatives Portfolio** von Diversifikator in diesen drei Jahren 4,7% p.a. erreicht. Der typische flexible Mischfonds hätte laut Morningstardaten dagegen nur 4,1% eingebracht.

Für 2019 ist die Bilanz sogar noch viel schlechter für den typischen aktiven Mischfonds, der 12,7% erreicht hätte. 50/50 hätte 19,5% eingebracht und das **Weltmarktportfolio Basis** sogar 21,8%.

Auch die meisten anderen passiven Multi-Asset Portfolios von Diversifikator hätten über 3 Jahre besser abgeschnitten als „aktive“ Mischfonds: Das **ESG ETF-Portfolio** hätte unter anderem wegen der Anfangs „überhöhten“ Aktienquote, da nicht genug gute ESG Anleihe-ETFs zur Verfügung standen, 6,6% pro Jahr erreicht. Das **Weltmarktportfolio Basis Income** hätte 5,0% gemacht, das **Weltmarktportfolio S** 4,7% und das **Weltmarktportfolio Stars**

4,5%. Nur das **WMP Basis Trend** (2,7%) hätte schlechter abgeschnitten als aktive Mischfonds (4,1%).

Auch für 2019 ist die Bilanz der passiven Allokationen viel besser. Das **Weltmarktportfolio Basis Income** hätte 21,8% erreicht, das **ESG ETF-Portfolio** 19,9%, das **Weltmarktportfolio S** 17,9% und das **Weltmarktportfolio Stars** 17,7%. Nur das **WMP Basis Trend** (11,6%) und das **ESG ETF-Portfolio Trend** (11,1%) hätten etwas schlechter abgeschnitten als ein typischer aktive Mischfonds (12,7%).

### **Falsche Kritik aktiver Portfoliomanager**

Aktive Allokationsfonds vergleichen sich selbst oft nur mit ihrer sogenannten – oft selbst definierten – „Peergroup“ bzw. Vergleichsgruppe. Dabei schneiden naturgemäß etwa die Hälfte aller Fonds gleich oder besser als der Durchschnitt ab. Nur selten findet man Vergleiche mit passiven Asset Allokationen, wie z.B. 50/50 Aktien/Anleihen. Das gilt leider auch für viele sogenannte Fachpublikationen.

Dabei behaupten aktive Fondsmanager oft, dass sie in Krisen besser performen als passive Benchmarks. Korrekt ist, dass selbst 10-Jahreszeiträume keine großen Aktienmarktkrisen mehr enthalten. In guten Rückrechnungen sollten solche Krisen aber idealerweise enthalten sein. Das ist der Grund dafür, warum Diversifikator Rückrechnungen normalerweise Anfang 2008 startet, sofern die Daten dafür mit einem vernünftigen Aufwand beschaffbar sind.

Meines Wissens sind aktive Manager im Schnitt in Finanzmarktkrisen aber oft schlechter als passive Benchmarks.

### **Eigene Publikationen zu und Portfolios mit passiven Asset Allokationen**

Zu diesen Erkenntnissen bin ich jedenfalls in meinen Analysen gekommen. Deshalb habe ich mit Unterstützung meiner ehemaligen Feri-Kollegen Dr. Sascha Rieken und Dr. Dieter Kaiser in [Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion](#) die Naive Asset Allocation entwickelt. Diese habe ich später zum passiven kapitalisierungsgewichteten Multi-Asset Weltmarktportfolio und einfachen regelbasierten Trendfolgeansätzen weiterentwickelt (siehe [hier](#) und [Das Diversifikator Buch](#) und <http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/>).

Gegen den Rat von wohlmeinenden Experten habe ich mich im Jahr 2015 entschieden, für meine [Diversifikator](#)-Portfolios solche 50/50 Benchmarks zu nutzen. Die Experten hatten Recht: Diese Benchmark ist sehr schwer zu schlagen. Wenn ich Fonds-Peergroups genutzt hätte, würde die relative Performance meiner Portfolios besser aussehen.

Das liegt bei meinen Weltmarktportfolios daran, dass sie relativ hohe Anteile von liquiden „Alternatives“ wie Immobilienaktien/REITs, Infrastrukturaktien, Rohstoffaktien und Listed Private Equity enthalten. Diese haben in den letzten Jahren oft nicht alle so gut rentiert wie klassische Aktien, wie man z.B. an dem Alternatives ETF Portfolio sieht. Risikoadjustiert sehen

diese Segmente aber teilweise gar nicht so schlecht aus (siehe Infrastructure ESG und Real Estate ESG Portfolio <http://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/>).

Mein Fazit: Passive Asset Allokationen sind besser als aktive und der Fokus auf regelbasierte ESG Investments schadet nicht.

## HOHE ANFORDERUNGEN AN GUTE ASSET-ALLOKATIONEN VON (ROBO-) PORTFOLIOS (12-2016)

Banken, Vermögensverwalter, Vermittler, Asset Manager und Versicherungen müssen sich mit Robo-Advisors beschäftigen. Einerseits sind sie Konkurrenz, andererseits bieten sie auch Chancen, da man selbst zum Robo-Advice Anbieter werden kann. Neben der Technik und dem Design bzw. der User Experience sollte man sich auch fragen, wie das ideale Anlageportfolio eines Robo-Advisors ausgestaltet sein sollte.

Robo-Advisors wollen eine weitgehend automatische Geldanlage bieten. Ihre Portfolios sollten für möglichst viele Anleger attraktiv sein. Attraktiv heißt, dass man Anleger einfach von ihnen überzeugen kann. Dazu ist in der Regel nötig, dass eine besonders gute Performance zu erwarten ist. Man kann Anleger am einfachsten von guten Renditen überzeugen, wenn das Portfolio in der Vergangenheit gute Renditen gebracht hat. Robo-Advisors haben aber meist keine lange Historie und damit auch keine Track-Records. Ein anderes Problem ist, dass gut rentierende Portfolios der Vergangenheit oft keine gute Rendite in der Zukunft einbringen. Erfahrene Anleger wissen das, unerfahrene nicht.

Alternativ können Robos Portfolios anbieten, welche besonders gute Relationen von Rendite zu Risiko haben, die oft als Sharpe Ratio gemessen werden. Portfolios mit niedrigerem Risiko in der Vergangenheit zeigen auch in der Zukunft oft niedrigere Risiken. Rendite bleibt aber weiterhin kaum prognostizierbar. Erfahrene Anleger wissen das, unerfahrene nicht.

Wenn man keinen langen und erfolgreichen eigenen Track Record hat, kann man fremde Portfolios anbieten. Einige wenige Robo-Advisors bieten klassische, sogenannte aktive Fonds an oder verweisen auf die – angeblich – gute Track Records der traditionellen Anbieter, die hinter ihnen stehen. Die meisten Robo-Advisors setzen allerdings auf kostengünstige ETFs und Multi-Asset Lösungen. Es gibt aber keine mir bekannten langjährig erfolgreichen Multi-Asset ETFs.

Man kann aber versuchen, erfolgreiche Anlageportfolios mit ETFs nachzubilden. Das ist aber nicht so einfach. So gilt das Portfolio der Yale Universität seit vielen Jahren als sehr gut. Es weist allerdings sehr hohe Quoten von illiquiden Anlagen und sehr aktiven Hedgefonds auf. Selbst große und erfahrene Anleger können und wollen normalerweise keine solche Allokation umsetzen. Auch das Portfolio von Warren Buffet ist nicht einfach nachbaubar, wie viele vergebliche Versuche weltweit zeigen. Generell sind sogenannte aktive Portfolios schlecht nachbaubar, weil aktive Entscheidungen der Vergangenheit meist nicht in eindeutige Anlageregeln für die Zukunft übertragen werden können.

In der Vergangenheit hat man unerfahrenen Anlegern vor allem gute Vergangenheitsperformance verkauft. Fonds mit einer Performance, die lange Zeiten von Benchmark-Outperformance haben, sind aber selten. Traditionelle Anbieter haben daher oft viele Produkte im Angebot, von denen nur die besten überleben und dann entsprechend vermarktet werden. Ähnliches gilt für die Strategien individueller Vermögensverwalter.

Dieses Vorgehen ist für Robo-Advisors aber kaum zu kopieren, denn Robo-Advisors bieten meist nur sehr wenige Produkte an und das in der Regel öffentlich nachvollziehbar. Traditionelle und soziale Medien und Verbraucherschützer werden eine schlechte Performance von Robo-Advisors wohl nicht lange unkritisch tolerieren.

Robo-Advisors können auch versuchen, Anleger mit besonders guten Kapitalanlagemodellen zu überzeugen. „Wissenschaftlich basiert“ und am besten noch „von einem Nobelpreisträger erfunden“ hört sich besonders gut an. Erfahrene Anleger wissen, dass der Nobelpreisträgerverwöhnte Hedgefonds LTCM kein gutes Erfolgsbeispiel ist. Unerfahrene Anleger wissen das nicht.

Erfahrene Anleger wissen, dass Markowitz für seine eigenen Kapitalanlagen offenbar gleichgewichtete und nicht optimierte Portfolios nutzte. Sehr erfahrene Anleger wissen auch, wie sensibel Markowitz-Optimierungen sein können<sup>60</sup>. Kleine Änderungen in den Annahmen können zu starken Änderungen in den „optimalen“ Allokationen führen.

Um die Ergebnisse der Optimierungen nachvollziehen zu können, müsste man zu jedem Zeitpunkt wissen, welche Daten/Prognosen genutzt werden und wie die Optimierungsmodelle genau funktionieren. Bei vielen Robo-Advisors weiß man das nicht und man weiß auch nicht genau, warum und welche Eingaben zu bestimmten Risikoprofilen führen und warum welche Portfolios für diese Risikoprofile am besten geeignet sein sollen.

Regelbasierte Ansätze können regulatorische bzw. Complianceanforderungen aber nur besser erfüllen als diskretionäre, wenn die Regeln nachvollziehbar sind. Wenn man zudem auf Prognosen verzichtet und sich nur auf Vergangenheitsdaten stützt, sind solche Anforderungen noch einfacher zu erfüllen.

Wenn man nicht an Outperformance von aktiven Portfoliomanagern bzw. pseudo-optimierten Portfolios glaubt, kann man auf ein möglichst einfaches Portfolio ausweichen. Von Ratgebern wird für Langfristanleger oft 100% Anlage in einen MSCI Welt ETF empfohlen. Das ist aber eine sehr riskante einseitige Strategie und dafür braucht man keinen Robo-Advisor.

Portfolios mit starren Allokationen wie 50/50 zu Aktien und Anleihen wie Easyfolio sind durch ihre Einfachheit und Transparenz besonders Robo-geeignet. Dass bei solchen Strategien meist nur einmal jährliche anfallende Rebalancing kann man gut erklären, denn dabei fallen nur geringe Kosten an und häufigeres Rebalancing bringt selten Performancevorteile<sup>61</sup>. Allerdings kann man erfahrenen Anlegern nicht überzeugend erklären, warum nur Allokationen zu zwei

---

<sup>60</sup> Siehe „Pseudo-Optimierer auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>61</sup> Siehe z.B. Rebalanzierungsrechner auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und dort angegebene Literatur

Anlageklassen erfolgen. Man kann auch nicht überzeugend erklären, warum eine hohe Allokation zu Anleihen besonders risikoarm sein soll.

Der sogenannte Weltfonds ARERO verfolgt einen anderen Ansatz, indem man sich auf eine gute Allokation in der Vergangenheit bezieht und zwar nicht nur in einer zufällig guten Periode, sondern in mehreren Perioden. Dazu werden neben Aktien und europäischen Anleihen auch Rohstoffderivate genutzt. Wenn man aber ein echtes Multi-Asset Portfolio haben möchte, muss man breiter diversifizieren.

Asset-Manager, vor allem ETF Anbieter, setzen seit einiger Zeit auf Smart-Beta bzw. Faktorprodukte. Dabei werden entweder Produkte mit besonders „guten“ Faktoren angeboten oder neuerdings auf Multi-Faktor Portfolios gesetzt. Allerdings sind Faktorperformances relativ stark von den analysierten Zeitperioden abhängig. Small Cap hat zum Beispiel ebenso wie Value lange Jahre nicht sehr gut performt. Und ob Multi-Faktor Portfolios besser als Multi-Asset Portfolios sind, ist noch zu zeigen<sup>62</sup>.

Das Weltmarktportfolio von Diversifikator versucht das aktuelle Weltanlagekapital über alle Anlageklassen abbilden. Dazu ist nur erforderlich zu wissen oder zu schätzen, wie alle Anleger aggregiert ihr Kapital angelegt haben. Das Portfolio wird im Idealfall, nämlich wenn das Portfolio die Kapitalisierung gut abbildet, auch nicht mehr umgeschichtet. Das ist der Fall, weil das Portfolio sich automatisch mit den Anlagen weiterentwickelt. Wenn Anleger Kapital aus Aktien abziehen und in Alternatives anlegen, sinken ceteris paribus die Aktienkurse und die Preise für Alternatives steigen und darüber ändern sich entsprechend auch die Allokationen im Weltmarktportfolio.

Diversifikator spricht daher auch vom most-passive Portfolio. Dadurch ist das Portfolio auch als Multi-Asset Benchmark geeignet. Bisher gibt es meines Wissens keine vergleichbare öffentliche Benchmark.

Individualisierungen werden über Cashbeimischungen erreicht. Anleger, die keine Anleihen mögen oder durchgehend „verantwortungsvoll“ anlegen wollen, können entsprechende Variationen des Weltmarktportfolios kaufen.

Robo-Advisors wollen sich außerdem durch günstige Kosten von anderen Anbietern abheben. Ein ideales Robo-Portfolio sollte daher mit kostengünstigen Indexfonds umsetzbar sein. Robo-Advisors wollen meist auch Kunden mit geringen Anlagebeträgen bedienen. Vor allem für Sparpläne sind geringe Handelskosten besonders wichtig.

Fazit: Wenn man einen Robo-Advisor für Anleger mit attraktivem Vermögen oder Einkommen konzipiert, sollte man den Anforderungen erfahrener Anlegern entsprechen. Wenn man ein Hybrid-Modell verfolgt, bei dem Berater durch Robo-Advice unterstützt werden, sollte man Portfolios anbieten, die kritischen Analysen erfahrener Berater standhalten, damit diese die Robo-Unterstützung auch nutzen. Neben überzeugenden Anlagekonzepten sollten Robo-

---

<sup>62</sup> s. auch <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-einplaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

Advisors genug Transparenz und günstige Konditionen bieten. Andernfalls laufen sie Gefahr, künftig von (sozialen) Medien und Verbraucherschützern kritisiert zu werden.

In der folgenden Tabelle werden verschiedene Portfolio-Optionen für Robo-Advisors grob miteinander verglichen:

Portfoliobasis	Regelbasiert	Erklärbarkeit	Transparenz	Underlying- und Handelskosten	Variationen/Differenzierungen möglich?
<b>Beste echte Vergangenheitsperformance (aktive Fonds)</b>	Nein	Ja: Bester Fonds (welche Periode/Kennzahl?)	Nein	Aktive Fonds	Ja (je nach Anlagesegment)
<b>Beste Rückrechnung (Evidence Based wie Smart Beta)</b>	Ja	Nein: Multi-Asset (welche Periode/Kennzahl?)	Ja	Einzeltitle oder ETFs aber Tradingkosten	Nein (Evidence sollte eindeutig sein)
<b>Prognosebasierte Optimierung</b>	Ja	Nein: Viele Annahmen, komplexe Modelle, t.w. viele Simulationen	Nein	ETFs aber Tradingkosten	Nein (nur ein „optimales“ Ergebnis)
<b>100% MSCI Welt</b>	Ja	Ja: Beste Anlageklasse	Ja	Gering	Nein
<b>Fixe Allokationen (70/30, 50/50 etc.)</b>	Ja	Mittel: Anleihen risikoarm? Mix erklärbar?	Ja	Gering	Nein (außer Risikoklasse)
<b>Weltmarktportfolio (s. Diversifikator)</b>	Ja	Ja: Most passive, aber Messung und illiquide Anlagen schwierig	Ja	Gering	Ja (Themenbasiert s. <a href="http://www.diversifikator.com">http://www.diversifikator.com</a> )

## ROBO-ADVISORS: WENIGER MODERNITÄT UND TRANSPARENZ ALS GEDACHT (12-2018)

Am 7.12.2018 hat Deloitte Deutschland eine Telefonkonferenz für Robo-Advisors organisiert. Dabei wurde eine Studie zu Asset-Allokationen und Portfoliooptimierungsmethoden vorgestellt, die international von Robo-Advisors genutzt werden. Deloitte stellt unter anderem mangelnde Transparenz fest (siehe [hier](#)).

### **Veraltete Methoden und kaum Transparenz**

Interessant: Nur ein Drittel der analysierten Robo-Advisors publiziert Informationen zu den genutzten Methoden. Meistens, auch von großen Anbietern, wird die 66 Jahre alte sogenannte „Moderne Portfoliotheorie“ als Basis genannt. Als weitere Kategorien nennt Deloitte passive Strategien und etwas stärker als diese genutzte neuere Methoden wie „Risikoparität“.

Da die meisten Robo-Advisors erst in 2016 gegründet wurden, sind keine statistisch verlässlichen Aussagen zu den Performances der verschiedenen Methoden möglich. Brokervergleich macht zwar einen Performancevergleich deutscher Robo-Advisors (siehe [hier](#)), aber dabei Anlagestrategien mit unterschiedlichen Aktienallokationen verglichen. Dieser Vergleich wird daher kritisch gesehen.

### **Verbraucherschützer wollen aber Transparenz**

In der Konferenz machte Deloitte auch einige Aussagen zu regulatorischen und rechtlichen Themen. Dabei wurde auch auf eine Initiative der Verbraucherzentralen verwiesen, die unter anderem verlangen, dass Robo-Advisors ihre Algorithmen offenlegen (siehe [hier](#)).

### **Meine Meinung: Einfach muss nicht schlechter sein**

Eine einfache 50/50 Aktien/Anleihebenchmark ist oft nur schwer zu schlagen (siehe [hier](#)). Das gilt nicht nur für Robo-Advisors sondern auch für Mischfonds, Multi-Assetfonds und sogar Hedgefonds. Und das gilt auch für Fonds, die sich auf maschinelles Lernen oder künstliche Intelligenz berufen.

Komplexe Assetallokationen oder modernes Risikomanagement können aus Marketingsicht hilfreich sein, aber selbst professionelle Anleger können die hinter solchen Strategien steckenden Algorithmen oft kaum nachvollziehen. Das gilt besonders dann, wenn sie andere Inputdaten und/oder Restriktionen nutzen (siehe z.B. [hier](#)). Maschinelles Lernen kann aber für zielgerechtes Marketing (siehe Amazon & Co.) genutzt werden.

### **Meine Meinung: Forderungen nach Transparenz sind berechtigt**



Die Initiative des Bundesverbandes der Verbraucherzentralen ist nachvollziehbar: Wenn Anleger all ihr Geld in nur einen Fonds bzw. ein Portfolio anlegen, sollten sie deren Risiken möglichst detailliert kennen.

Allerdings müssen heute regulatorisch weder Investmentfonds noch individuelle Vermögensverwalter alle Details ihrer Anlagestrategien offenlegen. Deloitte meint daher, dass keine rechtlichen Sonderregelungen für Robo-Advisors zu erwarten sind.

### **Meine Meinung: Mehr Ehrlichkeit und Diversifikation**

Robo-Advisors könnten trotzdem proaktiv möglichst viel offenlegen (siehe [hier](#)). Vor allem aber sollten sie vermeiden, als die Anbieter mit der einzig richtigen Geldanlage aufzutreten. Meine Firma [Diversifikator](#) mit ihrem einfachen most-passive Ansatz (siehe [hier](#)) geht noch weiter: Ich sage, dass ich nicht beweisen kann, dass diese Investmentphilosophie künftig immer die beste ist. Daher sollten Anleger diversifizieren. Das heißt aber auch, dass sie nicht unbedingt all ihr Geld nur einem einzigen Robo-Advisor, Vermögensverwalter oder Fonds geben sollten.

### **Nur geringe künftige ESG-Anforderungen erwartet**

In der Konferenz kamen zwei weitere interessante Fragen auf. Erstens die nach einer möglichen Pflicht, künftig ESG (Environmental, Social, Governance) Angebote zu machen und zweitens die nach der Bedeutung persönlicher Beratung und der Zusammenarbeit mit traditionellen Vermögensverwaltern. Deloitte erwartet keine Pflicht, künftig ESG Angebote zu machen.

### **Meine Meinung: Proaktive ESG Angebote sind sinnvoll**

Das erwarte ich auch (noch) nicht. Allerdings werden Anleger künftig wohl gefragt werden müssen, ob sie verantwortungsvolle Anlagen haben möchten. Auch ohne eine solche Frage nimmt die aktive Nachfrage auch von Privatanlegern nach ESG Angeboten zu. Daher sollten Robo-Advisors künftig proaktiv ESG-Lösungen anbieten (Hinweis in eigener Sache: Dabei kann meine Firma Diversifikator gerne helfen).

### **Bedarf nach persönlicher Beratung und Kannibalisierungsrisiko**

Sogenannte hybride Lösungen, also die Kombination von persönlicher Beratung mit Onlineunterstützung, sind für viele Kunden wahrscheinlich ideal (siehe z.B. [hier](#)). Es gibt aber Anleger, die Beträge anlegen wollen, die für Anbieter persönlicher Beratung aus Kostengründen unattraktiv sind.

Die Grenze für profitable Beratung steigt aufgrund zunehmender Regulierung seit einiger Zeit. So bieten Banken Kunden mit Anlagebeträgen unter 250.000 Euro oft keine individuelle Beratung mehr an. Auch unabhängige Berater erwarten oft mindestens 100.000 Euro Anlagevolumen, während viele Robo-Advisors und Fonds schon mit kleinen Beträgen genutzt werden können.

Eine Kooperation von Banken und traditionellen Vermögensverwaltern mit Robo-Advisors wäre ideal, um hybride Lösungen und effiziente Lösungen für kleinere Anlagebeträge zu ermöglichen. Bisher haben aber viele traditionelle Anbieter noch Sorge, dass Robo-Angebote zu Lasten ihrer traditionellen Angebote gehen (sogenannte Kannibalisierung, siehe [hier](#)). Besonders kritisch sehen sie, dass Robo-Angebote oft nicht ihrer traditionellen Investmentphilosophie entsprechen (siehe [hier](#)).

### **Meine Meinung: Eine Diversifikation der Anlagephilosophie ist gut**

Auch hier gilt mein Hinweis von oben: Traditionelle aber durchaus auch Robo-Advisors sollten Anlegern Angebote mit unterschiedlichen Investmentphilosophien (diskretionäre, quantitative und einfache passive Lösungen) machen.

### **ROBO-ADVISORS SIND NICHT UNBEDINGT BESSER ALS TRADITIONELLE PORTFOLIOMANAGER (10-2016)**

Robo-Advisors versprechen besonders gute, günstige und transparente Kapitalanlagelösungen. Aber können sie das auch wirklich liefern?

Unstrittig ist, dass Robo-Advisors meist niedrigere Gebühren haben als traditionelle Anbieter. Positiv ist außerdem, dass Robo-Advisors einen „Anlageirrtum“ vieler traditioneller Anbieter vermeiden, indem sie auf kostengünstige passive ETFs statt auf meist teure sogenannte aktive Fonds setzen. Unabhängig von der Diskussion, wie aktiv „aktive“ Fondsmanager wirklich sind<sup>63</sup>, ist die Selektion künftiger Index-Outperformer außerordentlich schwierig<sup>64</sup>.

Einige Robo-Advisors, vor allem die, die mit passiven Asset Allokationen wie 50/50 Aktien/Anleihen arbeiten, haben außerdem auch niedrige Handelskosten und sind sehr transparent. Das sind gute Voraussetzungen, um durch niedrigere Kosten höhere Renditen als traditionelle Anbieter erreichen zu können.

Die meisten Robo-Advisors arbeiten aber nicht mit einfachen starren Allokationen sondern mit Algorithmen für Asset Allokationen. Es ist vorab nur schwer vorhersehbar, wie viele Transaktionen ausgeführt werden und wie hohe Transaktionskosten anfallen werden. Besonders für geringe Anlagesummen können Transaktionskosten aber viel Rendite kosten.

Allerdings bestimmen meist die Asset-Allokationen, welche Anlageergebnisse erreicht werden. An den Allokations-Algorithmen gibt es vor allem zwei Kritikpunkte: Erstens wird befürchtet, dass die Algorithmen zu sehr ähnlichen Handelsentscheidungen kommen und sie so negative Trends verstärken können. Da Robo-Advisors selbst in den USA auch aggregiert noch sehr klein sind und auf längere Sicht auch bleiben werden, ist dieses Risiko allerdings sehr gering.

---

<sup>63</sup> siehe Stichwort „closet indexer“ bzw. Kennzahl „active Share

<sup>64</sup> Tom Jenkinson, Howard Jones, Jose Vicente Martinez, Picking Winners? Investment Consultants' Recommendations of Fund Managers, in Journal of Finance, Sept. 2016

Der zweite Kritikpunkt betrifft die Qualität der Algorithmen<sup>65</sup>. Viele Robo-Advisors berufen sich auf den Nobelpreisträger Markowitz. Aber sogenannte Markowitz Optimierungen können je nach Input und Ausgestaltung zu höchst unterschiedlichen Allokationen führen<sup>66</sup>. Vergleichbares gilt für andere, etwas anspruchsvollere Algorithmen. Diese von einigen teilweise „Robo-Advisors der zweiten Generation“ genannten Anbieter verzichten z.B. auf die besonders schwierigen Renditeprognosen. Sie müssen aber immer noch Risiko- und Abhängigkeits- (Korrelations-)prognosen nutzen. Auch die Verwendung von Risikomaßen wie (Conditional) Value at Risk (VaR oder CVaR) hilft nicht viel weiter, weil weiterhin vielfältige Prognosen erforderlich sind. Außerdem bedeutet eine Sicherheit von 95% nur, dass in 5% der Fälle Verluste eintreten können, die sehr hoch sein können. Ergebnissimulationen können zudem viele mögliche Allokationsergebnisse aufzeigen.

Daher ist Kritik von Anlageexperten berechtigt, die vor dem Risiko schlechter oder falscher Modelle warnen. Allerdings ist das keine Besonderheit von Robo-Advisors. Auch traditionelle Berater bzw. Vermögensverwalter können „falsche“ Modelle nutzen.

Die Transparenz für Kunden traditioneller Anbieter ist auch in den USA derzeit noch begrenzt: Nur 13% der US Vermögensverwalter bieten Anlegern bisher Portfolio-Simulationstools an. Auch bei Robo-Advisors sind solche Simulationstools bisher nicht allzu häufig zu finden. Vielleicht befürchtet man, dass damit klar wird, wie sensibel die meisten Allokationsmodelle auf kleine Inputänderungen reagieren. Allerdings soll sich das in den nächsten zwei Jahren aber auf ca. 40 bis 45% aller Vermögensverwalter erhöhen<sup>67</sup>.

Dabei muss man zwischen zwei Arten von Simulationen unterscheiden. Im ersten Fall werden nur unterschiedliche Allokationen von Anlagen getestet, also z.B. 30/70 versus 70/30 Aktien/Anleihequoten. In dem Fall bleiben die Prognosen für die Renditen, Risiken und Korrelationen der Anlageklassen gleich. Im zweiten Fall können auch unterschiedliche Renditen, Risiken und/oder Korrelationen genutzt werden.

Anders als viele traditionelle Berater legen die meisten Robo-Advisors zumindest mehr oder weniger detailliert offen, wie sie grundsätzlich funktionieren. Da die meisten von ihnen regelbasiert arbeiten und nicht von kurzfristigen Entscheidungen einzelner Portfoliomanager oder Komitees abhängen, ist es hilfreich, diese Regelwerke zu kennen. Ohne Portfolio-Simulationstools ist es aber schwer, Alternativen zu prüfen. Und je mehr Annahmen bzw. Prognosen in die Modelle eingehen, desto schwieriger ist es vorherzusehen, zu welchen Allokationen diese Modelle in der Zukunft kommen werden. Eine „Transparenz nach Vorne“ ist damit auch bei den meisten Robo-Advisors heute kaum gegeben.

Zusammenfassend kann man daher feststellen: Robo-Advisors können Kosten senken und sie können die Kapitalanlage durch die Abkehr von der oft vergeblichen Suche nach „Outperformern“ verbessern. Damit sollten Robo-Advisors grundsätzlich bessere Renditen erreichen können als traditionelle Anbieter, obwohl sie nicht unbedingt die besseren

---

<sup>65</sup> siehe z.B. Befragung des CFA Institutes: „46% think flaws in automated financial advice algorithms could be the biggest risk“

<sup>66</sup> siehe dazu z.B. das Tool „Pseudo-Optimierer“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>67</sup> S. Strategy&: 2016 Wealth Management Trends

Allokationsmodelle haben. Robo-Advisors sind auch keine Gefahr für die Kapitalmärkte. Aber die meisten Robo-Advisors schaffen nicht unbedingt viel mehr „Transparenz nach Vorne“ für Anleger als traditionelle Anbieter.

## EINFACHES RISIKOMANAGEMENT KANN ERSTAUNLICH GUT FUNKTIONIEREN (9-2016)

Ein angeblich fehlendes Risikomanagement war bisher der Hauptkritikpunkt von Anlageberatern an den Portfolios von Diversifikator. Diversifikator bietet bisher nur besonders passive und damit einfache Portfolios an, für die nicht einmal ein regelmäßiges Rebalancing zwingend vorgesehen ist. Diversifikator verfolgt ein B2B(&C) Konzept und Beratern fällt es offenbar schwer, „zu einfache“ Portfolios anzubieten. Dabei ist die bisherige „echte“ Performance der Portfolios sogar noch besser als die bereits sehr guten Rückrechnungen.

Außerdem sind die meisten bisher angebotenen Portfolios sehr stark diversifiziert, was auch künftig zu einem geringeren Risiko als bei konzentrierten Portfolios führen sollte. Allerdings ist die primäre Motivation für die hohe Diversifikation der Portfolios nicht die Risikosenkung. Die Portfolios sind in erster Linie so diversifiziert, um an möglichst vielen potentiellen Renditequellen partizipieren zu können. Die Risikosenkung soll durch individuell unterschiedliche Anteile von Cash zu den Portfolios erreicht werden.

Das ist manchen Beratern zu wenig Risikomanagement. Sie meinen, wenn Anleger schon für die Nutzung von Musterportfolios bezahlen müssen, dann sollte diese auch risikogemanagt werden. Diese Kritik war absehbar. Es wurde daher sehr frühzeitig damit begonnen, sich über zusätzliches Risikomanagement Gedanken zu machen. Die Grundüberlegungen dazu wurden auch frühzeitig online dokumentiert und man hat sich auf wenige zu testende Risikomodelle festgelegt, denn es sollte kein sogenanntes Data-Mining erfolgen. Data Mining besagt, dass man sehr viele Ansätze testen kann und irgendwelche davon aller Wahrscheinlichkeit nach gut funktionieren werden. Anders herum: Je weniger Ansätze man testet, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese nicht funktionieren.

Dabei muss Beratern und Anlegern klar sein: Gutes Risikomanagement führt zu Anlagen mit geringerem Risiko aber damit typischerweise auch zu weniger Rendite, d.h. entgangene Renditen sind Opportunitätskosten des Risikomanagements. Besonders für Langfristanleger ist Risikomanagement nicht unbedingt nötig, wenn man davon ausgeht, dass Kapitalanlagen langfristig an Wert gewinnen. Theoretisch ist das den meisten Beratern und informierten Anlegern auch klar.

Aber in den letzten Jahren gab es mindestens eine inzwischen populäre Gegenindikation zu der erwarteten Rendite-Risikorelation: Portfolios aus Aktien mit geringen Schwankungen haben oftmals höhere Renditen als solche mit höheren Schwankungen gebracht. Dafür gibt es verhaltenswissenschaftliche Erklärungen. Danach suchen Anleger, die in Aktien investieren, besonders hohe Renditen, um lotterieartige Gewinne erreichen zu können. Auch professionelle Portfoliomanager möchten ihre Benchmarks schlagen und greifen daher gerne zu Aktien mit relativ hohen Risiken mit der Erwartung, die Benchmarks so eher schlagen zu können. Konsequenz: Aktien mit hohen Risiken sind teuer und rentieren damit nicht mehr so gut wie erwartet. Inzwischen gelten aber Aktien mit geringen Volatilitäten als teuer. Wir nehmen daher

an, dass die klassische Theorie weiter gilt und niedrigere Risiken auch zu niedrigeren Renditen führen.

Die Anforderungen an ein gutes Risikomanagement sind dann relativ klar: Das Risiko der Portfolios soll sinken, ohne dass die Rendite zu stark zurückgeht. Man benötigt also eine Rendite-Risiko-Relationskennzahl. Das ist meist die Sharpe Ratio. Konzeptionell ist das nicht überzeugend, denn Risiko wird dabei als Schwankung von Portfolios gemessen und nicht als Verlust. Statistisch liefert die Sharpe Ratio jedoch ähnliche Ergebnisse wie komplexere Kennzahlen, die Verluste und teilweise auch Nicht-Normalverteilungen benutzen<sup>68</sup>.

Ziel eines guten Risikomanagements sollte es daher sein, eine vergleichbare Sharpe Ratio wie nicht-risikogemanagte Portfolio zu erreichen. Dabei spielen Kosten eine wesentliche Rolle. So führen häufige Risikosignale zu häufigen Transaktionen, die mit Kosten verbunden sind. Eine weitere Anforderung an ein gutes Risikomanagement sind daher relativ geringe Implementierungskosten bzw. wenig Handel. Das gilt vor allem für Portfolios mit geringen Anlagevolumina, bei denen sich Handelskosten stärker auswirken als bei hohen Anlagevolumina.

Eine weitere Anforderung war die Umsetzung des Risikomanagements nur mit Hilfe von Basisinstrumenten, d.h. z.B. nur mit Verkäufen/Käufen der genutzten ETFs und nicht mit Derivaten. Der Hauptgrund hierfür ist, dass auch Anleger bzw. Berater ohne Erfahrung mit Derivaten oder mit einer Abneigung gegenüber Derivaten das Risikomanagement selbständig umsetzen können sollen. Ein zweiter Grund sind fehlende standardisierte Derivate für große Teile der Diversifikator Portfolios: Für die meisten alternativen Aktien bzw. ESG- und islamische ETFs stehen keine adäquaten Futures zur Absicherung zur Verfügung.

Aus Tätigkeiten bei früheren Arbeitgebern habe ich einige Erfahrung mit Risikomanagement gesammelt. Die Analyse von Hedgefonds aber auch die Arbeiten an dem Buch „Asset Allokation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion“<sup>69</sup> haben mich sehr skeptisch in Bezug auf komplexe Risikomanagementansätze gemacht. In 2012 hat mein Test eines eigenen relativ einfachen Ansatzes auf Basis von Volatilitätsveränderungen aber kein robustes Modell und keine überzeugenden Ergebnisse gebracht.<sup>70</sup>

Eine der weiteren Anforderungen an ein Risikomanagement für Diversifikator Portfolios war daher: Es sollte ein Ansatz verwendet werden, der etabliert und vielfach getestet ist. Vor allem sollte Data Mining verhindert werden. Wir haben daher nur drei populäre und möglichst einfache Ansätze getestet.

---

<sup>68</sup> siehe dazu z.B. das interessante Research von Prof. Schuhmacher von der Uni Leipzig

<sup>69</sup> Söhnholz, Dirk; Rieken, Sascha; Kaiser, Dieter: Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselektion, 2010

<sup>70</sup> Söhnholz, Dirk: Renditeorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier 2012

- 1) Einen Trendfolgeansatz, der sich seit sehr vielen Jahren grundsätzlich bewährt haben<sup>71</sup>.  
Dabei haben wir nur die besonders populäre 200-Tagelinie getestet.
- 2) Den MACD (Moving Average Convergence/Divergence) weekly, der in der Praxis ebenfalls oft verwendet wird.
- 3) Den Ansatz von Mebane Faber<sup>72</sup>, der besonders in den USA populär ist und der ebenfalls unsere Anforderungen an Einfachheit und Transparenz erfüllt.

Diese Ansätze wurden zunächst für 6 unsere 7 sehr unterschiedlichen Portfolios getestet, für die wir aussagekräftige Rückrechnungsdaten inklusive der Finanzkrise 2008 zur Verfügung hatten. Unser selbst gestellten Anforderungen waren: Der Ansatz sollte für möglichst viele der Portfolios und für möglichst viele Jahre zu „guten“ Resultaten führen. Gut heißt dabei: Attraktive Renditen bei niedrigeren Volatilitäten bzw. geringen zwischenzeitlichen Verlusten im Vergleich zu den Portfolios ohne Risikomanagement und insgesamt attraktive Sharpe Ratios.

Alle drei Ansätze können die Risiken aller Portfolios in der betrachteten Periode 2008 bis Mitte 2016 sehr gut reduzieren. Aber nur die 200-Tagelinie erfüllt unsere Anforderungen in Bezug auf attraktive Renditen bzw. Sharpe Ratios.

Um die Robustheit des 200-Tage-Ansatzes zu prüfen, haben wir auch 195 und 205 Tagelinien getestet. Das ist wichtig, denn es ist bekannt, dass Aktienmarktperformance von nur wenigen Tagen geprägt wird. Wir haben in einem weiteren Schritt drei Variationen der 200-Tage-Trendfolge miteinander verglichen. Ziel war es, die Robustheit zu prüfen und die Umsetzungskosten möglichst weiter zu reduzieren. Ergebnis: Alle getesteten Variationen der 200-Tagelinie bringen für alle Diversifikator Portfolios wesentlich geringere Backtest-Verluste im Krisenjahr 2008, führen aber in guten Aktienjahren zu schlechterer Performance als ohne Risikosteuerung. Alle Ergebnisse der Tests sind detailliert dokumentiert und können bei Diversifikator angefordert werden bzw. künftig auch online zur Verfügung gestellt.

Anleger, die eine solche Underperformance in Kauf nehmen, können die Diversifikator Portfolios ab 2017 auch inklusive Risikosteuerung mit der 200-Tagelinie erhalten. Das ist aber zunächst auf Angebote über die mit uns kooperierenden Banken, Vermögensverwalter und unabhängigen Berater beschränkt.

## RISIKOMANAGEMENT: AKTIV IST SCHLECHTER ALS PASSIV (ROBO-ADVICE)(12-2018)

Vermögensverwalter haben einige Argumente gegen Robo-Advisors. Eines der häufig gehörten heißt: In schwierigen Märkten machen aktive Portfoliomanager besseres Risikomanagement als regelbasierte Maschinen. Daher sollten Anleger besser Produkte von aktiven Managern verkaufen. Wenn sie schon einen Robo-Advisor für die Vermögensverwaltung nutzen, sollte

---

<sup>71</sup> s. Lempérière/Deremble/Saeger/Potters/Bouchaud: Two Centuries of Trend Following und dort zitierte Literatur, 2014

<sup>72</sup> S. [www.mebfaber.com](http://www.mebfaber.com).

die vom Robo-Advisor genutzten Portfolios von Menschen und nicht von Maschinen bzw. Regeln gemanagt werden.

Ich meine, dass passives bzw. regelgebundenes Risikomanagement besser als aktives „diskretionäres“ Risikomanagement sein kann.

Die folgenden Beispiele sind entweder schon von mir veröffentlicht worden oder basieren auf kostenlos öffentlich verfügbaren Daten und Tools. Daher werden unterschiedliche Beispiele für die verschiedenen Perioden genannt.

### **Pseudo-Optimierte Portfolios vom Robo-Advisor**

Kurzer Hintergrund: Voll-automatisierte Robo-Advisors ermöglichen digitales Onboarding, bieten also die Möglichkeit online ein Depot zu eröffnen. Sie bieten außerdem Tools zur individuellen Risikoeinschätzung an. Auf dieser Basis berechnet der Robo-Advisor ein „optimales“ Portfolio für den Anleger. Dafür muss eine optimale Allokation zu Anlageklassen gefunden werden und ideale Instrumente zur Umsetzung, meistens Investmentfonds. Hinzu kommt die automatische Portfolioimplementierung im Depot des Anlegers inklusive der regelmäßigen Überprüfung und Umschichtung („Rebalanzierung“).

Inzwischen gibt es ganz unterschiedliche Typen von Robo-Advisors. Die typischen Robo-Advisors nutzen Optimierungsmodelle (siehe [hier](#)). Die Umsetzung erfolgt mit günstigen Indexfonds (ETFs, d.h. Exchange TradedFonds). Dieses Modell wird von den meisten unabhängigen und ETF-Anbietern verfolgt.

### **Traditionelle Anbieter sind nicht voll regelbasiert**

Inzwischen bieten auch traditionelle Vermögensverwalter Robo-Advisors an. Diese nutzen für die Umsetzung aber oft relativ teure aktiv gemanagte Fonds. Da gilt zum Beispiel für Visualvest von der Union Investment der Volks- und Raiffeisenbanken oder Bevestor der Sparkassen. Robin von der deutschen Bank nutzt zwar ETFs, dafür werden die Allokation zu Assetklassen und das Risikomanagement „aktiv“.

### **Risikomanagement 2008: Aktiv Manager waren schlechter als passive Allokationen**

Nach der Finanzkrise 2008 habe ich mich mit Kollegen intensiver mit dem Thema aktiv versus passiv beschäftigt. In unserem [Diversifikationsbuch](#) haben wir unter anderem festgestellt: Aktiv gemanagte Fonds sind schlechter durch die Krise gekommen, als einfache passive Allokationen. Sie haben im Schnitt höhere Verluste in der Krise gehabt und auch in guten Märkten nicht dauerhaft outperfornt. So haben Manager mit Schwerpunkt Aktien Welt in 2008 3,5% mehr verloren als der MSCI Weltaktiendindex, Manager mit Scherpunkt Europalagen 1,7% unter dem Vergleichsindex und Manager mit Schwerpunkt USA 3,9% ([Söhnholz/Rieken/Kaiser](#) 2010, S. 142-145). Auch Misch- und Multiassetfonds haben in 2008 relativ hohe Verluste gehabt (ebenda S. 34).

Wir haben auch festgestellt, dass Optimierungen extrem stark von den genutzten Modellen, Restriktionen und Daten abhängen. Daher spreche ich gerne von [Pseudooptimierungen](#). Einfache Regeln haben oft bessere Ergebnisse, aber auch niedriger Risikogeliefert, als komplexe Modelle (siehe Z.B. Söhnholz/Rieken/Kaiser im Abschnitt zu Naive Asset Allokation S. 101-110). Aber natürlich funktionieren nicht alle einfachen Regeln. So sind von Privatkunden oft genutzte Stopp-Loss Regeln kritisch zu sehen (siehe [hier](#)). Das Hauptproblem mit solchen Ansätzen: Sie funktionieren zwar manchmal in Bezug auf einen rechtzeitigen Verkauf von Investments, geben aber keine guten Wiedereinstiegssignale. Damit bleibt die Gesamtertragsrate oft stark hinter anderen Portfolios zurück.

## **Risikomanagement 2000 bis 2002: Einfache Regeln hätten gut funktioniert**

Interessenten können die Performance einzelner Fonds („Fund Performance“), die von Optimierungen („Portfolio Optimization“) und einfachen Regeln (Backtest Asset Allocation“ und „Timing Models“) selbst prüfen (s. [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com)). Leider sind diese Daten nur für in den USA zugelassene Fonds verfügbar, in US Dollar aufgeführt und inflationsbereinigt, was die Vergleichbarkeit mit deutschen Verhältnissen erschwert. Aber im nächsten Abschnitt stelle ich ein anderes kostenloses Tool für deutsche Anleger vor.

Hier ist ein Beispiel, wie einfache Regeln funktionieren können: Eine Allokation zu je einem Viertel in US Aktien, nicht-US Aktien, US Anleihen und nicht-US Anleihen (ohne US Dollar Hedge) hätte in 2000 -4%, 2001 -5% und 2002 -2% und in 2008 -20% eingebracht. Die US-Aktienmärkte hätten in diesen Jahren -11%, -11%, -21% bzw. -31% gemacht. Eine einfache Trendfolgestrategie (mit der Moving Average Standardeinstellung auf [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com)) auf den Vanguard 500 Index Investor Fund (VFINX) hätte in 2000 0%, 2001 +4%, 2002 -5% ergeben und in 2008 +2%.

Auch in anderen – besseren – Anlageperioden haben solche einfachen passiven Strategien nicht schlecht abgeschnitten. Das gilt vor allem dann, wenn man nicht nur auf die Renditen sondern auch auf Verluste und andere Risikomaße achtet.

## **Gutes aktives Risikomanagement ist schwer**

Eine kostenlosen öffentlich verfügbaren Publikumsfondsdurchschnitt habe ich nicht gefunden. Mit dem Fund Screener habe ich daher den ältesten Allocation Mutual Fund Vanguard Welling (VWELX) von 1929 zum Vergleich gewählt. Zusätzlich habe ich den größten „Allocation“ Fonds mit Startdatum vor 2000 verglichen: American Balanced von American Funds von 1975 (ABALX).

Gerade Letztes ist nicht unbedingt typisch für durchschnittliche Performance, da die Größe des Fonds sich im Zweifel auch durch gute Vergangenheitsperformance erklären lässt. Auch der älteste Fonds ist nicht typisch, denn nur erfolgreiche Fonds überleben lange. Andere Fonds werden geschlossen oder fusioniert.

Wenn man nur die durchschnittliche Performance der vier analysierten schlechten Jahre nimmt, wäre Trendfolge am besten gewesen. Die beiden aktiven Fonds wären in 2000-2002 besser als



die passive Allokation zu Aktien und Anleihen gewesen. Aber sie hätten in den beiden schlechtesten Aktienjahren 2002 und 2008 höhere Verluste ausgewiesen.

### **Risikomanagement 2018: Aktive Manager mit höheren Verlusten als passive Ansätze**

Ähnliches zeigt sich in 2018. Das kann man feststellen, wenn man unter <http://www.morningstar.de> unter „Tools“ die Kategorierenditen von aktiv gemanagten Fonds analysiert. So haben flexible Mischfonds EUR bis zum 20.12. im Schnitt fast 8% Verlust gemacht. Ein 50/50 ETF-Portfolio hätte nur -2% Verlust eingebracht (siehe „Vergleichsportfolio“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Auch die fünf stabil allokierten Multi-Asset Fonds von Diversifikator haben im Jahr 2018 weniger verloren als ein durchschnittlicher Mischfonds. Und das sogar, obwohl sie teilweise relativ hohe Allokationen zu den in 2018 nicht besonders gut gelaufenen Listed Alternatives hatten.

Auch einfache Trendfolge hat gut funktioniert, wie man z.B. an den beiden Trendfolgeportfolios von Diversifikator sieht. Bis zum 21.12. hatten das Weltmarktportfolio Basis Trend und das ESG ETF Portfolio Trend nach Kosten von 1% p.a. ebenfalls nur 2-3% verloren ([www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com), zu dem Konzept der Trendfolgestrategien auch [hier](#)).

### **Gute Beratung ist wichtiger als aktives Portfolio- bzw. Risikomanagement**

Passive Allokationen mit aktivem Portfoliomanagement zu schlagen, ist also schwer. Einfaches Risikomanagement in Form von naiver, also gleichgewichteter Diversifikation über verschiedenen Anlageklassen ist auch risikomäßig gar nicht schlecht. Noch besser funktioniert eine einfache Trendfolgestrategie, zumindest in Aktienmarktkrisen.

Ich erwarte daher, dass die Robo-Advisors, die solche Strategien nutzen, künftig erfolgreich sein werden. Ich erwarte aber vor allem, dass Anleger merken werden, dass aktives Portfoliomanagement auch in Krisenzeiten keinen Mehrwert liefert. Zwar wird es immer Fonds geben, die outperformen. Allerdings weiß ich nicht, wie man solche Fonds vorab verlässlich identifiziert.

Auch Morningstar nennt „nur“ niedrige Kosten und hohes Eigeninvestment von Managern als einigermaßen verlässliche Indikatoren. Niedrige Kosten findet man aber vor allem bei passiven Fonds (ETFs).

### **Es gibt wichtigere Aufgaben für Vermögensverwalter**

Dadurch werden Vermögensverwalter aber nicht überflüssig. Sie sollten sich auf Anlegerberatung konzentrieren. So ist ziemlich klar, dass Anleger durch falsches Timing besonders hohe Opportunitätskosten haben. Dem kann man mit guter Finanzplanung und sogenanntem Behavioral Coaching entgegenwirken. Allerdings ist bisher noch unklar, ob Berater viel besseres Timing haben als Anleger (siehe z.B. dieser [Beitrag](#)).

Daran müssen sie wohl noch arbeiten. Vermögensverwalter haben aber künftig auch mit der künftig wohl verpflichtenden Beratung in Bezug auf nachhaltige Anlagen zu tun. Daraus ergibt sich auch eine Beratung bei der Auswahl von Portfolios. Dazu kommen weiterhin Steuer- und Erbschaftsberatungen und die effiziente Umsetzung von Portfolios sowie gutes Reporting (zu hybriden Kombinationen mit Robo-Advice siehe auch [hier](#)).

## IMMOBILIENAKTIEN UND REITs WERDEN ZU UNRECHT VERNACHLÄSSIGT (8-2014)

Immobilienaktien? Damit verband man in der Vergangenheit keine guten Nachrichten, wenn man an IVG, oder Immofinanz und Meinl denkt. REITs, also Real Estate Investment Trusts, sind in Deutschland bis vor kurzem auch nicht populär gewesen. Und in der Krise 2008 haben Immobilienaktien besonders stark verloren. Das sagen viele Aktienspezialisten, wenn man sie zu dem Thema anspricht. Und Immobilienprofis halten von solchen Aktien oder auch REITs meist auch nicht besonders viel, denn das sind ja Aktien und keine physischen Immobilien. Resultat: Es gibt nur noch ganz wenige in Deutschland aktiv angebotene und erst recht hier gemanagte Immobilienaktienfonds.

Man kann darüber streiten, ob jetzt ein guter Zeitpunkt für den Einstieg in Immobilienmärkte ist. Auch dafür gilt: Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen (unbekannter Verfasser). Die Frage ist eher, wie man seine Immobilienallokation am besten ausbauen kann, wenn man das denn möchte. Börsennotierte Immobilienaktien bzw. REITs haben einige Vorteile: Sie sind täglich liquide, sie sind in sich diversifiziert, da börsennotierte Immobilienunternehmen in unterschiedliche Immobilien investieren, und man kann mit kleinen Summen einsteigen. REITs haben zusätzlich den Vorteil, dass sie steuerbefreit sind, dafür aber praktisch alle Gewinne ausschütten müssen, was aus Anlegersicht ebenfalls attraktiv sein kann.

Sind Immobilienaktien aber wirklich ein effizienter Zugang zur Anlageklasse Immobilien oder nur branchenspezifische Aktien? Finanztechnisch ist die Korrelation mit bzw. das Beta zu breiten Aktienindizes zwar nennenswert, aber nicht sehr hoch. Von Immobilien erwartet man aber geringe Schwankungsanfälligkeit (Volatilitäten) und geringe Verluste. Damit können Immobilienaktien meist nicht dienen. Sie sind also anders als typische deutsche Immobilieninvestments. Internationale Immobilien zeichnen sich allerdings oft durch höhere Schwankungen und Verlustrisiken aber auch höhere Gewinnchancen als deutsche Immobilien aus.

Eine detaillierte Studie von renommierten Forschern<sup>73</sup> hat – anders als andere Studien vorher - Äpfel mit Äpfeln vergleichen: Direkte Büro- und Wohnungsinvestments in den USA und Großbritannien mit vergleichbaren REITs. Resultat: Zumindest mittelfristig gibt es große Ähnlichkeiten bei den Risiken zwischen Direktinvestments und REITs. REITs haben aber tendenziell bessere Renditen. Auch dafür gibt es eine mögliche Erklärung: REITs können sich sehr effizient refinanzieren. Dadurch sind sie sehr flexibel. Sie stehen auch unter ständiger

---

<sup>73</sup> Hoesli/Oikarinen vom Swiss Finance Institute siehe [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2348591](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2348591)

Beobachtung von Analysten. Das führt tendenziell dazu, dass sie über besonders gute Immobilienportfolios verfügen.

Fazit: Internationale Immobilienaktien und REITs können ein sehr interessanter Zugang zu Immobilien sein.

## IMMOBILIEN AUCH LONG/SHORT, MIT OVERLAYS UND NACH ESG-KRITERIEN (12-2017)

Immobilien gelten als besonders sichere Anlageklasse. Sichere Anlagen erzielen normalerweise nur moderate Renditen. In den letzten Jahren konnte man mit Immobilien aber viel Geld verdienen. Immobilien gelten auch als gute Diversifikatoren für Anlageportfolios. Wie man in der letzten Finanzkrise feststellen konnte, sind Immobilien aber nicht immer besonders sicher und auch nicht immer gute Diversifikatoren.

### **Viele Investmentmöglichkeiten, auch Long/Short oder mit Overlay**

Es gibt sehr viele Anlagemöglichkeiten in Bezug auf Immobilien: Direkte Immobilienanlagen, Immobilienaktien und Real Estate Investment Trusts (REITs), Exchange Traded Fonds (ETFs), offene und geschlossene Fonds und sogar Immobilienhedgefonds. Unterscheiden kann man auch nach Ländern bzw. Regionen und Immobiliensegmenten. So gelten deutsche Immobilien typischerweise als besonders sicher. Und Immobilien mit relativ hohen Betreiber- oder Mieterrisiken wie Hotels und Industrieimmobilien müssen diese Risiken typischerweise durch höhere Renditeerwartungen kompensieren.

Kurzfristig können sich verschiedene Anlageformen sehr unterschiedlich entwickeln. Langfristig sind sie bei ähnlichem Inhalt aber durchaus vergleichbar. So zeigen Studien, dass Wohn- und Büro-Immobilienaktien ähnliche Risiken und Renditen aufweisen können wie vergleichbar diversifizierte direkte Immobilienanlagen ([Immobilienaktien und REITs: zu Unrecht ungeliebt<sup>74</sup>](#)).

### **Lieber illiquide oder volatil?**

Nach klassischen Maßstäben sind Immobilienaktien und REITs dagegen sehr viel riskanter als geschlossene bzw. offene deutsche Immobilienfonds, denn Aktien bzw. REITs weisen oft eine relativ hohe Volatilität aus. Eine hohe Volatilität bzw. Kursschwankungen sind aber aus Anlegersicht nicht schlimm, solange gute Renditen erwirtschaftet werden.

Direktimmobilien, offene deutsche und geschlossene Fonds werden meist nur ein Mal pro Jahr bewertet. Die Immobiliengutachter orientieren sich dabei oft an den vorherigen Gutachten und den erwarteten Mieteinnahmen, die oft ziemlich stabil sind. Außerdem haben offene deutsche Immobilienfonds oft hohe Cashquoten, die zur Stabilität beitragen. Bei permanent bewerteten

---

<sup>74</sup> <http://prof-soehnholz.com/immobilienaktien-reits-diversifikation-anlageklasse/>

Aktien spielen kurzfristig oft ganz andere Aspekte – wie zum Beispiel die Stimmung am Aktienmarkt – eine Rolle und können daher zu recht hohen Schwankungen führen.

Untersuchungen zeigen, dass Immobilienaktien und REITs in der Vergangenheit eher bessere Renditen als geschlossene und offene Immobilienfonds erwirtschaftet haben. Außerdem können liquide Instrumente im Krisenfall sehr schnell verkauft werden. Das macht sie „sicherer“ als illiquide Anlagen, die gerade in Krisenzeiten nicht schnell bzw. nur mit hohen Abschlägen verkauft werden können.

Eine konzeptionelle Ausnahme bilden Immobilienhedgefonds, die auch Leerverkäufe nutzen können, also von sinkenden Immobilienaktienkursen profitieren können, und die z.B. Aktienderivate einsetzen können um die Aktienrisiken ihrer Portfolios zu steuern. Dadurch sind solche Fonds oft nur wenig von allgemeinen Aktienmarktentwicklungen abhängig, d.h. relativ schwankungsarm aber auch recht liquide. Allerdings gibt es nur wenige solcher Fonds, die sich bisher auch in Immobilienkrisen gut entwickelt haben.

Aber man kann grundsätzlich von diesen Fonds lernen: Die partielle Absicherung von Risiken von Immobilienaktienanlagen durch klassische Aktienderivate ist eine attraktive Möglichkeit, die aber kaum verbreitet ist.

### **Gute Prognosefähigkeit oder breite Streuung?**

Einzelne Immobilienaktien bzw. REITs, geschlossene aber auch offene deutsche Immobilienfonds sind oft wenig diversifiziert. Wenn man keine guten Prognosefähigkeiten in Bezug auf einzelne Immobilien bzw. -märkte hat bzw. nicht genug attraktive Investmentmöglichkeiten findet, bieten sich aber eher breit gestreute Investments an. Das spricht für ein Portfolio aus Immobilienaktien bzw. REITs oder Fonds. Allerdings gibt es nur wenige krisenbewährte diversifizierte Immobilienfonds. Bisher sind auch erst relativ wenige ETFs verfügbar, die zusätzlich die Managerrisiken von solchen Fonds reduzieren können.

### **Nachhaltigkeit über Aktien**

Nachhaltigkeit als vierte Dimension neben Rendite, Risiko und Liquidität des nunmehr magischen Vierecks ist fast nur mit Immobilienaktien und REITs diversifiziert umsetzbar. Zwar gibt es vereinzelte nachhaltige Immobilien aber erst wenige attraktive und diversifizierte nachhaltige klassische Immobilienfonds. Immobilienaktien und REITs investieren zwar auch überwiegend in traditionelle Immobilien, aber zumindest die Aktiengesellschaften selbst können in Bezug auf ihre ökologischen, sozialen und Unternehmensführungsqualitäten beurteilt werden. Daher gibt es seit kurzem nachhaltige Immobilienaktien- bzw. REIT Fonds (s. [Erstes konsequent verantwortungsvolles ESG-Portfolio aus Immobilienaktien](http://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-esg-portfolio-aus-immobilienaktien)<sup>75</sup>).

Zum Schluss ein paar Zahlen: Der MSCI World Real Estate Index enthält über 100 Wertpapiere aus mehr als 20 Ländern und sehr unterschiedlichen Immobilienmarktsegmenten. Die hohen Verluste von etwa 70% von 2007 bis Anfang 2009 wurden bis 2013 komplett aufgeholt. Die jährliche Rendite beträgt 6,9% p.a. seit 1994 wenn man die Rückrechnung bis 1999

<sup>75</sup> <http://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/>

berücksichtigt, 2,6% p.a. über zehn Jahre und 7,8% p.a. über 5 Jahre (Stand Ende September 2017). Globale offene Immobilienfonds haben sehr viel schlechtere Renditen gehabt.

Die Diversifikator GmbH hat Anfang 2017 ein passives und nur auf ESG-Selektionskriterien („Pure ESG“) Environment, Social, Governance Immobilienaktien und REIT Portfolio gestartet. Das ist bis Ende Dezember um 7,4% gestiegen ist und hat in der Rückrechnung ab 2008 6,2% p.a. eingebracht (Vergleich: SPDR Dow Jones Global Real Estate ETF -0,3; beides Stand 23.12.2017).

Hinweis: Dieser Beitrag wurde in ähnlicher Form zuerst veröffentlicht als „Immobilien in der Kapitalanlage: Mythen, alternative und verantwortungsvolle Ansätze“ in Exxecnews vom 6.11.2017, S. 7

## INFRASTRUKTUR-AKTIEN SIND EIN GUTER ZUGANG ZU EINER ATTRAKTIVEN ANLAGEKLASSE (8-2014)

Infrastruktur ist eine sehr attraktive Anlageklasse: Jedes Land braucht Straßen, Schienen, Wasserwege, Stromtrassen, Gasleitungen, Telekommunikationsnetze etc.. Der Aufbau und Erhalt solcher Infrastruktur ist enorm teuer. Früher wurde das mit öffentlichen Mitteln das finanziert. Heute wird oft privates Kapital gesucht, weil es den meisten Staaten an Geld fehlt.

Institutionelle Investoren beschäftigen sich schon länger mit dem Thema Infrastruktur. Aber selbst sehr große institutionelle Investoren können es sich nicht leisten, ein nach Ländern und Infrastruktur-Segmenten diversifiziertes Portfolio von Mehrheits- (Kontroll-)investitionen aufzubauen. Und Kontrolle ist bei Infrastrukturprojekten sehr wichtig, wie man am neuen Berliner Flughafen und anderen Großprojekten sieht. Institutionelle Investoren beteiligen sich daher meist indirekt an sogenannten geschlossenen Infrastrukturfonds oder auch Dachfonds.

Eine andere Art der indirekten Investition ist der Kauf von Aktien von börsennotierten Infrastrukturunternehmen. Davon gibt es weltweit laut Branchenklassifikationen knapp 2000. Etwa 300 dieser Unternehmen machen dabei den wesentlichen Teil ihres Geschäftes im sogenannten Kern-Infrastrukturbereich, also mit Transport-, Energie-, Wasser- und Telekommunikations-Netzen. Diese Unternehmen sind in der Regel hoch kapitalisiert (Large Caps) und ihre Aktien sind sehr liquide.

Es gibt einige Infrastrukturindizes und ETFs, die allerdings recht unterschiedliche Renditen aufweisen. Das erklärt sich vor allem aus unterschiedlichen Definitionen von Infrastruktur. Nur wenige Indizes fokussieren ausschließlich auf Kern-Infrastruktur, also monopolartige Investment mit meist hohen und stabilen Ausschüttungen. Die meisten Indizes beinhalten auch klassische Energieerzeuger (Utilities), die eher volatile Ergebnisse und Ausschüttungen haben.

Besonders die Indizes mit Fokus auf Kern-Infrastruktur zeigen sehr attraktive Rendite- und Risikocharakteristika, die sich deutlich von breiten Aktienindizes unterscheiden. Zugang zu Infrastruktur kann also durchaus in Form von Aktieninvestments erfolgen und bringt auch Diversifikationspotentiale für Portfolios mit sich. So wird das z.B. auch von Towers Watson eingeschätzt, einem der renommierten internationalen Investmentconsultant für institutionelle

Anleger. Wahrscheinlich dauert es aber – wie oft bei neuen Entwicklungen – ein paar Jahre, bis auch deutsche Investoren die Attraktivität von Infrastrukturaktien erkennen.

## AUCH PRIVATKUNDEN SOLLTEN IN INFRASTRUKTUR INVESTIEREN (2-2015)

Private Investments in Infrastruktur werden oft kritisch gesehen<sup>76</sup>. Das Hauptargument lautet: Der Staat kann sich zurzeit sehr günstig verschulden und somit Geld zum Nulltarif leihen. Wenn Infrastrukturinvestments so attraktiv sind, dass sich private Geldgeber dafür finden, dann sollte lieber der Staat weiter Schulden aufnehmen, um diese attraktiven Renditen selbst zu erreichen. Müsste der Staat dann aber mit dem gleichen Argument nicht auch Immobilien auf Kredit kaufen oder Aktien?

Fakt ist, dass der deutsche Staat bereits sehr hoch verschuldet ist. Die Schuldenbremse kann derzeit nur eingehalten werden, weil die Kreditzinsen so niedrig sind. Wenn die Zinsen steigen, werden Staatshaushalte sehr stark mit Zinszahlungen belastet sein. Außerdem werden die Staatsschulden künftig eher noch höher sein, da auch die staatlichen Ausgaben für die Altersvorsorge weiter steigen werden. Die Menschen leben heute zum Glück immer länger und die sinkende Zahl von Rentenbeitragszahlern im Vergleich zu Rentenempfängern wird die Staatshaushalte aufgrund der demografischen Entwicklung weiter belasten.

Die private Altersvorsorge wird also wichtiger. Um diese sicher zu stellen, müssen deutsche Altersversorger bzw. Versicherungen über attraktive Kapitalanlagen verfügen. In den vergangenen Jahren sind Versicherungen mit ihren Anlagen, die zu einem hohen Teil aus deutschen Staatsanleihen, Länderanleihen und kommunalen Pfandbriefen bestehen, recht gut gefahren. Bei den aktuell niedrigen und teilweise sogar negativen Verzinsungen gerät die Kapitalanlage von Altersversorgern und damit die private Altersvorsorge insgesamt aber unter Druck.

Versicherungen und andere Altersversorger müssen aber auch künftig zu einem erheblichen Teil in niedrig-rentierlichen Anlagen investieren. Dazu werden sie durch staatliche Vorgaben (Stichwort „Solvency-Regeln“) praktisch gezwungen. So müssen z.B. Infrastrukturinvestments von Versicherungen mit sehr viel Eigenkapital unterlegt werden, als Staatsanleihen, was die Kosten solcher Investments aus Versicherungssicht enorm erhöht. Wenn diese Regeln nicht gelten würden, würde es für den Staat wahrscheinlich sehr viel teurer, sich zu verschulden. Heute verzichten also die Versicherungen und damit die private Altersvorsorge aufgrund staatlicher Vorgaben auf potentielle Kapitalerträge in riesigem Umfang.

Anlagen in gute Infrastruktur sind – ähnlich wie Anlagen in gute Immobilien oder gute nicht-börsennotierte Unternehmen<sup>77</sup> – grundsätzlich attraktiv für Versicherungen. Solche Anlagen sind allerdings oft auch illiquide. Bei illiquiden Anlagen ist besonders auf die Risiken zu achten.

---

<sup>76</sup> S. z.B. Stichwort „Autobahnraub“ im Blog des renommierten Wirtschaftsjournalisten Norbert Häring ([www.norberthaering.de](http://www.norberthaering.de)); anders Klaus Stratmann im Handelsblatt vom 25.8.2014: „Versicherer wollen ins Verkehrsnetz investieren“

<sup>77</sup> Private Equity

Insbesondere politische und Währungsrisiken sind bei illiquiden Anlagen wichtiger als bei liquiden Anlagen, die man bei „Gefahr“ schnell verkaufen kann.

Infrastruktur, Immobilien und auch Private Equity in Deutschland haben für deutsche Anleger keine Währungsrisiken und sollten recht geringe politische Risiken im Vergleich zu solchen langfristigen illiquiden Anlagen in vielen anderen Ländern haben. Für Anleger aus anderen Währungsräumen sind die Währungsrisiken für Anlagen in Deutschland aber nennenswert. Im Euro-Raum gibt es aber auf absehbare Zeit wohl nicht sehr viele potentielle private Großinvestoren für illiquide Assets. Bürger und Politiker sollten deshalb froh sein, wenn deutsche Versicherungen ihre illiquiden Investments in Deutschland tätigen wollen.

Der Staat muss monopolartige Strukturen – wie sie in vielen Infrastruktursegmenten vorkommen – weiter überwachen, z.B. die Preise für die Nutzung und auch die Qualität der Infrastruktur. Der Staat sollte auch nicht für die Fehler privater „Infrastrukturbauer“ bzw. Betreiber haften, sondern private Investoren müssen die Ausfallrisiken ihrer Investments übernehmen. Für die Übernahme von Risiken müssen diese privaten Parteien aber auch adäquate Renditen erzielen können.

Wenn der Staat schon so billig an Geld kommt und das investieren möchte, dann sollte er sich auf Investitionen konzentrieren, die private Investoren nicht interessieren, aber die für die Gesellschaft wichtig sind. Dafür kann z.B. der soziale Wohnungsbau genannt werden. Dieses Beispiel ist möglicherweise aber auch nicht viel besser als das der Autobahnfinanzierung. Vielleicht ist es für alle Parteien besser, wenn der Staat bedürftigen Bürgern Wohnzuschüsse gibt statt selbst direkt in den Immobilienmarkt eingreift.

Last but not least: Wenn Bürgern private Autobahnen zu teuer werden, können sie immerhin noch auf einige alternative Straßen oder Verkehrsmittel ausweichen. Steuerzahler können zusätzlichen Staatsschulden und damit in der Regel einhergehenden Steuererhöhungen aber nicht legal entkommen.

## INFRASTRUKTUR-TRUSTS ALS NEUES ANLAGEVEHIKEL (3-2015)

Der Aufbau eines diversifizierten Infrastruktur-Portfolios ist sogar für Großinvestoren schwierig, wenn sie sich auf Direktanlagen und geschlossene Fonds fokussieren. Dachfonds aus geschlossenen Fonds ermöglichen zwar eine gute Diversifikation, sind aber meist sehr teuer. Infrastrukturaktien bzw. Fonds mit Fokus auf Infrastrukturaktien sind eine liquide und relativ kostengünstige Alternative. In Deutschland gibt es aber nur wenige typische Infrastrukturaktien wie Fraport oder den Hamburger Hafen. In den deutschsprachigen Nachbarländern kommen noch die Flughäfen Wien und Zürich hinzu, aber das war es denn auch schon fast an „echten“ Infrastrukturaktien.

Auch Deutschland ist aufgrund seiner hohen Verschuldung und den großen benötigten Investitionen zum Qualitätserhalt bzw. Aus- oder Neubau von Infrastruktur an privaten Infrastruktur-Investoren interessiert. Großinvestoren können künftig möglicherweise direkt Infrastruktur investieren. Aber was ist mit Kleininvestoren? Dazu bietet sich an, eine oder mehrere Aktiengesellschaften zu schaffen, die in Infrastruktur investieren. Die Aktien der Gesellschaften können dann von allen Arten von Investoren gekauft werden, auch von

Kleinanlegern. Aktien bieten sich an, weil sie börsennotiert werden können, was zu Liquidität führen sollte. Außerdem unterliegen Aktien einer strengen Regulierung und hoher Transparenz.

Der Staat würde Infrastruktur direkt oder die Rechte zum Infrastrukturbetrieb an solche Aktiengesellschaften verkaufen können. Beispiel: Nicht die Autobahn wird verkauft sondern „nur“ das Recht auf laufende Einnahmen vom Staat zur Unterhaltung und zum Ausbau der Autobahn und/oder das Recht, Gebühren für die Nutzung der Autobahn zu nehmen. Dafür hat der private Investor die Pflicht zum Erhalt und Ausbau der Autobahn.

Sowohl „der Staat“ als auch die Aktionäre haben ein hohes Interesse an einem guten Management der Aktiengesellschaft. Mit der in vielen Ländern existierenden REIT-Struktur<sup>78</sup> gibt es ein gutes Vorbild für eine Infrastruktur-Aktiengesellschaft, die im Folgenden als Infra-Investment-Trust oder Infra-Trust bezeichnet werden. REITs sind stark beschränkte Aktiengesellschaften, die nur in klar definierte Immobilien bzw. Immobilienprojekte investieren dürfen. Sie müssen den ganz überwiegenden Teil (meist 90%) ihrer Gewinne an die Aktionäre ausschütten und haben Kreditaufnahmebeschränkungen.

Wenn vorzugsweise Infrastruktur erworben/betrieben wird, kann ein solcher Infra-Trust aufsichtsrechtlich als Immobilieninvestment gelten und damit geringeren Eigenkapitalpflichten unterliegen als Infrastruktur unter dem aktuellen Versicherungsvorgaben nach Solvency II. Die Notwendigkeit, schwankende Aktienkurse auch in den Versicherungsbüchern widerzuspiegeln, kann durch die Klassifikation als Anlagevermögen vermieden werden. Damit wäre allen geholfen.

Internationales Implementierungs-Vorbild kann auch die Master Limited Partnership (MLP) mit ihrem Fokus auf Energieproduktion sein. Vielleicht kann man für einzelne Infrastrukturprojekte auch die bisher wenig erfolgreiche deutsche SPAC-Struktur („Special Purpose Acquisition Vehicle“) nutzen.

In den USA, die eine besonders lange REIT Erfahrung haben, gelten REITs als besonders gute Immobilieninvestoren mit besonders guten Immobilienportfolios. Außerdem gelten sie als Aktien mit besonders guter Unternehmensführung („Governance“), zumindest im Vergleich zu klassischen Immobilienaktien, was unter anderem auf die Pflicht zur hohen Gewinnausschüttung zurückgeführt wird. REITs sind auf Unternehmensebene weitgehend steuerbefreit, Anleger müssen ihre Dividenden und Aktiengewinne jedoch versteuern.

Es gibt gute Argumente dafür, ein solches Modell auch für Infrastrukturfinanzierungen zu nutzen. Ähnlich wie bei Immobilien sollen private Investitionen gefördert werden. Wenn der Infra-Trust dem Staat Infrastruktur bzw. Infrastruktur-Rechte abkauft bzw. neue Infrastruktur bauen soll, braucht er viel Geld. Es macht wenig Sinn, wenn von 100 Euro Investmentvolumen die im Zweifel sowieso an den Infrastruktur-Verkäufer „Staat“ gezahlt werden, noch Steuern abgezogen werden, die dann nicht mehr für Investments zur Verfügung stehen. Gewinne, die weitestgehend ausgeschüttet werden müssen, müssen aber vom Anleger versteuert werden.

---

<sup>78</sup> REIT steht für Real Estate Investment Trust



Die Definition der zulässigen Infrastruktur ist schwierig. Nicht jeder versteht darunter das Gleiche, wie die teilweise sehr unterschiedlich zusammengesetzten Infrastruktur-Aktienindizes zeigen. Man sollte sich aber relativ schnell darauf einigen können, dass alles, was bisher an Netzen und Knoten (Energie, Transport, Wasser, Telekommunikation) vom „Staat“ finanziert wurde, grundsätzlich dazu zählt. Nicht dazu gerechnet werden danach mit Infrastruktur verbundene Services.

Als weiteres Kriterium kann man den grundsätzlich öffentlichen Zugang zu Infrastruktur nennen, der zwar bezahlpflichtig sein kann, aber einzelnen Nutzern nicht ohne zwingenden Grund verweigert werden kann. So sollten gerade die sehr umwelt-beeinflussenden Netze von Gasröhren, Stromleitungen und Transportwege und die „Knoten“ wie Flughäfen und Häfen gelten.

Bei Telekommunikations-Satelliten sind da schon eher Fragen angebracht. Anders ausgedrückt: Wenn es eine geringen Umweltbeeinflussung und einen freien funktionierenden privatwirtschaftlichen Wettbewerb gibt, z.B. auch durch alternative Technologien wie Strom/Gas/Sonne/Wind etc. bei der Energieproduktion, ist die Zulässigkeit für steuerbefreite Infra-Trusts kritisch zu hinterfragen. Ähnliches gilt auch für zahlreiche soziale Einrichtungen wie Krankenhäuser und Universitäten, die ebenfalls bereits einem privaten Wettbewerb ausgesetzt sind. Hierzu ist sicher noch Einiges an Diskussion vonnöten

## EINE MULTI-FAKTORALLOKATION IST NICHT BESSER ALS EINE ALLOKATION NACH ANLAGEKLASSEN (2-2015)

Das Grundproblem einer faktorbasierten Allokation (Faktorallokation) ist dem der Assetklassen-Diversifikation sehr ähnlich: Es gibt keinen Konsens darüber, welche Assetklassen bzw. Faktoren die Basis der Allokation sein sollten. Ebenso wie unter einer Assetklasse kann Vieles als „Faktor“ verstanden werden. Grundsätzlich ist damit eine Variable gemeint, die einen systematischen Einfluss auf Renditen oder Risiken von Kapitalanlagen hat.

Je nach Definition kann es sehr wenige oder sehr wenige potentielle Faktoren geben. Die Anzahl hängt davon ab, ob man nur solche Faktoren betrachtet, die angeblich eine Outperformance gegenüber klassischen Indizes generieren, oder ob man alle Faktoren in Betracht zieht, welche grundsätzlich Portfoliorenditen und –risiken beeinflussen können. Meist wird über Faktoren diskutiert, die höhere Renditen als die jeweiligen Benchmarks bringen sollen. Für Investoren sind aber auch solche Faktoren interessant, die Risiken senken können.

Am wichtigsten für Bestandsportfolios ist aber zunächst eine Faktoranalyse, also die Transparenz über Faktorabhängigkeiten von Portfolios. Erst wenn man diese Transparenz hat, kann man geeignete Maßnahmen zur Verbesserung von Portfolios ergreifen.

Der „älteste“ und meist verwendete Rendite-Faktor ist das sogenannte Beta bzw. der Marktfaktor<sup>79</sup>. Mit diesem Beta versucht man, den systematischen und damit oft den größten Teil der Rendite von Wertpapieren zu erklären. Der „unerklärte“ Rest der Rendite ist das

---

<sup>79</sup> siehe CAPM Capital Asset Pricing Modell

famose „Alpha“. Aktive Fondsmanager streben nach Outperformance von Indizes bzw. positivem Alpha.

Im Fama-French 3-Faktor Modell wurden Unternehmensgröße („Size“, mit der Annahmen dass kleiner besser ist als größer) und Wert („Value“, mit der Annahme dass das besser ist als das sogenannte „Growth“/Wachstum) als zusätzliche Faktoren eingeführt. Small und Value galten gegenüber Large und Growth als „positive“ Faktoren, mit denen es gelingen sollte, Überrenditen zu erwirtschaften. Carhart fügte Momentum als vierten Faktor hinzu, der ebenfalls als positiver Faktor betrachtet wurde. In 2013 führen Fama und French mit Profitabilität und Investment weitere Faktoren ein<sup>80</sup>. Andere nennen als zusätzliche „positive“ Faktoren Qualität, Yield, Illiquidität und Low-Volatility<sup>81</sup>.

Inzwischen bezweifeln zahlreiche Wissenschaftler aber auch Praktiker, dass der Faktor Size heute (noch) positiv ist. In der Tat hat Small Cap lange Perioden von Underperformance gehabt. Einige ältere Studien sind angreifbar wegen des sogenannten „Survivorship Bias“ und andere Untersuchungen erklären einen Großteil vergangener Outperformance mit Illiquiditätsprämien oder Rebalancing-Effekten.

Die bisher genannten Faktoren beziehen sich fast ausschließlich auf Aktien. Andere systematische Risikofaktoren bzw. Risiken, die als wichtige Faktoren für Asset-Allokationen genannt werden, sind volkswirtschaftlicher Natur wie Konjunktur-, Zins- und Währungsrisiken aber auch demografische Risiken. Außerdem gibt es politische Risiken wie Kriege und rechtliche Risiken wie Regulierung bis hin zu Enteignungen. Und es gibt Natur(katastrophen-)risiken, marktsegmentspezifische Risiken wie Immobilienrisiken, Gegenpartei-Risiken, Kapitalstrukturrisiken (inklusive Liability-Risiken, also Risiken, die aus Zahlungsverpflichtungen resultieren), Liquiditäts- und operative und sicher noch einige andere Risiken. Man kann versuchen, einige diese Risiken als Faktoren für eine Assetallokation zu nutzen, z.B. in dem man Investments sucht, mit denen man an bestimmten Zinsänderungen oder Wechselkursentwicklung partizipieren kann bzw. unerwünschte Risiken möglichst vermeiden kann.

Allokationen über Assetklassen bzw. Faktoren gehen von möglichst großer Unabhängigkeit der Klassen bzw. Faktoren voneinander aus, um bestmögliche Diversifikationseffekte zu erreichen. In Bezug auf Faktoren gibt es zum Beispiel interessante Diskussionen, ob Investment und Profitabilität den von zahlreichen Faktoranhängern genutzten Volatilitätsfaktor ersetzen können<sup>82</sup>. Hinzu kommt eine weitere Schwierigkeit bei der Umsetzung in Portfolios: Wenn man keine klare Richtung annimmt wie „Low Volatility sollte man immer Long sein“, braucht man Indikatoren, die künftige positive oder negative Entwicklungen der Indikatoren anzeigen. Es ist nicht einfach, gute solche (Timing-)Indikatoren für die zahlreichen Faktoren zu finden.

---

<sup>80</sup> s. Fama/French: Average Returns, BM, Profitability and Growth, in Dimensional Quarterly Review 2013; dazu siehe auch Hu/Xue/Zhang. Digesting Anomalies: An Investing Approach, Working Paper, Ohio State University, 2012

<sup>81</sup> siehe Bender et al., Foundations of Factor Investing, MSCI 2013

<sup>82</sup> s. Hue/Xue/Zhang 2012

Die Nutzung von Faktoren zur Portfolio-Analyse, die sogenannte Faktoranalyse, ist weniger umstritten als die Faktor-Allokation. Klassisch diversifiziert man seine Anlagen über die Anlageklassen Aktien, Anleihen, Rohstoffe etc.. Ross hat mit der Arbitrage Pricing Theory wohl die Grundlagen für die zunächst lineare Faktoranalyse gelegt. Gute Hedgefondsanalysten arbeiten schon seit Jahren mit Faktoranalysen, die auch auf nichtlinearen Zusammenhängen beruhen können. Mit einer faktorbasierten Analyse kann man einfach feststellen, dass z.B. auch Anleihen – gerade Unternehmensanleihen – und Rohstoffe von ähnlichen Faktoren abhängen können wie Aktien. Auch in der sogenannten Königsklasse der Investments, den Hedgefonds, stellt man oft zahlreiche, allerdings vielfach nicht-lineare Abhängigkeiten von systematischen „Alternative Betas“ fest und nur wenig Rest-Alpha.

Da es, abgesehen von einigen aktienspezifischen, bisher nur wenige effiziente bzw. kostengünstige faktorspezifische Investmentprodukte gibt, bietet sich ein anderes Vorgehen an, nämlich die Kombination von klassischer Assetklassen-Diversifikation mit Faktoranalysen. Faktoranalysen kann man dabei vor allem für die Abgrenzung und Gewichtung von Assetklassen nutzen mit dem Ziel, sogenannte Klumpenrisiken bzw. zu hohe Risikokonzentrationen zu reduzieren.

Fazit: Ebenso wie in Bezug auf Assetklassen ist es nicht einfach, klar voneinander abgrenzbare Faktoren zu finden, und noch weniger solche, die dauerhaft outperformen. Auch dauerhafte Underperformance von Faktoren ist interessant, wenn man die Möglichkeit hat, Short zu gehen bzw. bei Verlusten der Anlageklasse bzw. des Faktor zu „gewinnen“. Aber selbst wenn man attraktive Faktoren für die Diversifikation eines Portfolios findet, kann man diese nicht einfach „kaufen“. Einige – meist aktienbasierte – Smart Beta Produkte können zwar für „Renditefaktoreninvestments“ genutzt werden, aber für viele der oben genannten Faktoren gibt es aber (noch) keine Investmentprodukte. Assetklassen-spezifische Produkte gibt es jedoch in großem Umfang z.B. in Form von kostengünstigen ETFs, so dass eine Assetklassendiversifikation mit Unterstützung von Faktoranalysen effizient umsetzbar ist.

## MANAGER- UND FONDSSELEKTION

### 5 EINSTIEGSFRAGEN BEI DER FONDSSELEKTION (10-2014)

1) Sind Sie mit Rendite und Risiko ihrer Kapitalanlagen zufrieden? Falls ja, Gratulation. Falls nein, gehen Sie weiter zu Frage 2.

2) Machen Sie die Asset-Allokation, Benchmark- bzw. Indexselektion, Titelselektion, Titelgewichtung, Rebalancing, Implementierung sowie Risikomanagement alles selbst? Falls ja, gehen Sie zu einer günstigen Trading/Investment-Abwicklungsplattform. Falls nein, gehen Sie zu Frage 3.

3) Ziehen Sie regelbasiertes oder sogenanntes diskretionäres Portfoliomanagement vor? Wenn Sie diskretionäres Management vorziehen, selektieren Sie einen Manager/Anbieter, den/die Sie als künftigen Star sehen. Aber bitte bedenken Sie: Vergangene Performance ist oft kein guter Indikator für künftige Performance und nur sehr wenige Manager schlagen ihre Benchmarks über mehrere Perioden. Wenn sie es wie viele andere machen wollen, selektieren Sie den

Manager mit den besten vergangenen Renditen, den besten Ratings, den meisten Mittelzuflüssen, hohen Marketingausgaben bzw. hoher Markenbekanntheit, oder nach anderen Kriterien. Andernfalls gehen Sie zu Frage 4.

4) Sollten ihre Kapitalanlagen von guten Prognosen abhängen und ist Regeltransparenz nicht so wichtig für Sie? Dann suchen Sie sich gute Prognostiker bzw. quantitative Assetmanager. Es gibt allerdings nur wenige Manager, deren Modell transparent bzw. einfach nachzuvollziehen ist. Andernfalls gehen Sie zu Frage 5.

5) Wollen Sie auf unveränderbare Regeln und anlageklassenspezifische Produkte setzen oder auf kontinuierliche Verbesserung von Regeln und auch Multi-Asset Produkte? Im ersten Fall kaufen Sie Smart-Beta Produkte. Diese Produkte haben aber oft nur kurze reale Track-Records und sind kaum günstiger als institutionelle bzw. Honorarberatertranchen aktiver Manager. Andernfalls investieren Sie in Fonds eines systematisch-prognosefreien Managers.

Hier ist ein noch einfacherer Ansatz: Sie haben weder Präferenzen für diskretionäre noch quantitative Manager noch systematisch-prognosefreie Ansätze? Dann diversifizieren Sie über alle drei Investmentphilosophien.

## FONDSMANAGER BZW. ROBO-ADVISORS SOLLTEN AUS WISSENSCHAFTLICHEM RESEARCH LERNEN (11-2016)

Anbieter von Geldanlagen sollten im Idealfall wissenschaftliches Research verfolgen und daraus lernen. Das gilt auch für Robo-Advisors, die nur eine spezielle Form von Geldanlage-Anbietern sind.

Up-to-date zu bleiben ist bei der Vielzahl von Research-Ergebnissen, die ständig veröffentlicht werden, allerdings schwierig. Oft ist das Research auch nicht direkt verwendbar. So kommen Research-Ergebnisse meist nur unter ganz bestimmten Annahmen zustande, die in der Realität selten zu finden sind. Oder das Research kann nicht aus den USA, die das Research u.a. aufgrund der guten Datenverfügbarkeit dominieren, übertragen werden. Trotzdem kann man aus Research interessante Anregungen für die Geldanlagepraxis bekommen.

Hier soll am Beispiel des Online-Geldanlage Anbieters Diversifikator gezeigt werden, was aus wissenschaftlichem Research des Monats November 2016 gelernt wurde. Das verfolgte Research kann man dabei grob in zwei Bereiche einteilen: Erstens Fonds- bzw. ETF- und zweitens Einzeltitelsektion bzw. -Gewichtung.

### **Fonds- bzw. ETF-Selektion**

Eine der wichtigsten Quellen für das Fondsresearch ist Morningstar. Morningstar ratet seit vielen Jahren Fonds sowohl quantitativ als auch qualitativ. Im November 2016 wurden Statistiken präsentiert, nachdem gut geratete Manager auch nach dem guten Rating besser performen als schlecht geratete Manager. Allerdings gibt es mehr gut geratete Manager, als man typischerweise in ein Portfolio aufnimmt, daher ist Rating alleine nicht ausreichend für eine Anlageentscheidung. Außerdem stellt auch Morningstar immer wieder fest, dass aktive

Manager ihre Benchmarks dauerhaft nicht schlagen können und plädiert daher oft für ETF Nutzung. Niedrige Kosten sind also ein sehr wichtiges Fondsselektionskriterium. Bei aktiven Fonds kommt aber noch das sogenannte „Manager Ownership“ hinzu. Fonds, in die ihre Manager viel investieren, sind tendenziell besser als solche, in die Manager weniger Geld anlegen.<sup>83</sup>

Bei Feri haben wir diese Kriterien schon ab dem Jahr 2000 als wichtigste Managerselektionskriterien genutzt, wenn auch zunächst nur für Private Equity und für Hedgefonds. Heute kann man sich fragen, ob es für die Beurteilung von Robo-Advisors nicht hilfreich wäre zu wissen, wie viel Geld die Anteilseigner in ihren eigenen Portfolios anlegen.

Im November 2016 wurde das neue Morningstar Analyst ETF-Rating vorgestellt<sup>84</sup>. Das ist für Diversifikator besonders interessant, denn Diversifikator ist unseres Wissens zumindest der erste deutsche Anbieter, der – seit Mai 2016 – ein Portfolio aus von Morningstar Top gerateten ETF anbietet. Das von Diversifikator genutzte quantitative Morningstar ETF Rating fokussiert vor allem auf niedrigen Kosten von ETFs. Niedrige Kosten sind allerdings sowieso ein wichtiges Selektionskriterien für andere Portfolios von Diversifikator. Bisher konnte das ratingbasierte Weltmarktportfolio Stars aber nicht durch besonders gute Performance überzeugen<sup>85</sup>.

Das Analyst Rating für ETFs wird Diversifikator nicht für seine Standardportfolios nutzen. Es passt als teilweise subjektives „forward looking“ Rating nicht zu der systematisch-prognosefreien Investmentphilosophie. Außerdem werden besonders breit diversifizierte Indizes besser beurteilt als spezialisierte Indizes. Diversifikator nutzt aber bewusst spezialisierte Indizes für alternative Aktien bzw. Marktsegmente, um Überschneidungen mit den breit diversifizierten Standard-Indizes zu reduzieren.

## **Einzeltitelselektion und Gewichtung**

In einem weiteren November-Beitrag beschäftigt sich Morningstar mit verantwortungsvollem bzw. ESG-Geldanlagen<sup>86</sup>. Diversifikator hat einen expliziten ESG-Fokus. So ist Diversifikator unsers Wissens weltweit der erste Anbieter eines ESG-Portfolios, das nur aus ETFs besteht. Das Portfolio hat sich in der Rückrechnung aber auch in der Echtperformance sehr gut entwickelt.

Die Zusammenfassung des o.g. Morningstar-Beitrages lautet: „There is no reason, based on the academic research on performance, to steer investors away from making sustainability a part of their portfolio“. Für Standard-Aktien ergibt das Research, das wir aus anderen Quellen kennen,

---

<sup>83</sup> Russel Kinnel, Fund Managers Who Are Buying Their Funds“, Morningstar 7.11.2016

<sup>84</sup> Ben Johnson, Introducing the Morningstar Analyst Rating for ETFs, Morningstar Fund Spy, 1.11.2016

<sup>85</sup> die Renditen aller Diversifikator Portfolios finden sich täglich aktualisiert auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>86</sup> John Hale, Sustainable Investing Research Suggests No Performance Penalty, Morningstar, 10.11.2016

die gleiche Schlussfolgerung<sup>87</sup>. Für andere Anlageklassen liegt jedoch unser Wissen noch zu wenig Research vor, um ESG Effekte umfassend beurteilen zu können.

Auch zu sogenanntem Smart Beta gibt es immer wieder neue Publikationen. Smart-Beta oder Faktorinvesting soll ja, wie der Name suggeriert, besonders gut sein. Diversifikator hat zwei Smart-Beta ETF-Portfolios entwickelt, die aber in 2016 (noch) nicht öffentlich sind.

Ein interessanter aktueller Beitrag zu dem Thema ist: „What Fraction of Smart Beta is Dumb Beta?“<sup>88</sup>. Danach kann ein Großteil der Smart Beta Performance von traditionellen Marktfaktoren erklärt werden. Für den Faktor Volatilität wird diese These aber in einer anderen Analyse über mehr als 40 Jahre abgelehnt und „Market Mispricing“ als wichtigere Erklärung der langjährigen Outperformance angegeben<sup>89</sup>. Andere wollen mit „lottery preferences, short-term return reversals, and earnings shocks“ den Großteil der Volatilitätsfaktor-Outperformance erklären<sup>90</sup>.

Selbst wenn einzelne Faktoren in der Vergangenheit besser als traditionelles Beta waren, bleibt immer noch die Frage offen, ob das auch zukünftig so sein wird. Früher hochgelobte Faktoren wie Small Cap und Value haben Anlegern in den letzten Jahren oft relativ schlechte Performance eingebracht<sup>91</sup>. Der systematisch-prognosefreie Ansatz von Diversifikator setzt daher nicht auf die Prognose künftiger Outperformance einzelner Faktoren. Aus der Smart-Beta bzw. Faktorresearch Studienvielfalt kann man aber recht gut schließen, dass andere Gewichtungen als Kapitalgewichtungen bei Aktien sehr oft zu besserer Performance führen<sup>92</sup>. Darauf setzen auch die geplanten Smart-Beta bzw. Einzeltitelangebote von Diversifikator.

## FONDSKOSTEN SIND WICHTIG ABER NICHT TRANSPARENT (8-2015)

Meb Faber vergleicht in seinem Buch „Global Asset Allocation – A survey of the world’s top investment strategies“ unterschiedlichste Asset Allokationen, unter anderem das globale Markt Portfolio, 60/40, Risk Parity, All-Seasons und mit ETFs nachgebaute Allokationen von Rob Arnott, Marc Faber, David Swensen (Yale), Mohamed El-Erian (Harvard) und Warren Buffett

---

<sup>87</sup> siehe auch Auer, Benjamin R. und Schumacher, Frank: Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data, The Quarterly Journal of Economic and Finance, Nr. 59, 2016 und eigenes Research s. Söhnholz, Dirk: Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014

<sup>88</sup> s. AlphaBetaWorks Insights, [www.abwinsights.com](http://www.abwinsights.com), 30.10.2016

<sup>89</sup>s. The Low-Volatility Anomaly: Market Evidence on Systematic Risk vs. Mispricing von Xi Li, Rodney N. Sullivan und Luis Garcia, in Financial Analysts Journal Nr. 1/2016

<sup>90</sup> s. Hou, Kewei, und Roger K. Loh, Have we solved the idiosyncratic volatility puzzle?, Journal of Financial Economics 2016

<sup>91</sup> aktuelle Kritik am Fama French 5 Faktormodell siehe auch: Five Concerns with the Five-Factor Model, David Blitz, Matthias X. Hanauer, Milan Vidojevic und Pim van Vliet, Arbeitspapier vom 1.11.2016

<sup>92</sup> z.B. Söhnholz, Dirk: Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier, 6/2012 und dort genannte Quellen

(Berkshire Hathaway). Sein Fazit: “The single biggest take away from this book is not to ruin your allocation by paying too much in fees.“

Besonders für Laien ist es sehr schwer, Fondskostenvergleiche durchzuführen. Im Internet gibt es zwar etliche kostenlose Fondstabellen bzw. Fonds-Datenbanken, manche enthalten aber gar keine Informationen über Fondskosten. Andere weisen nur Ausgabeaufschläge oder Managementgebühren aus. Die Gesamtkosten für den Investor können aber weit mehr umfassen als diese beiden Kosten. Aber selbst die angebliche Gesamtkostenquote Total Expense Ratio bzw. TER enthält z.B. keine erfolgsabhängigen Gebühren und keine Gebühren für Zielfonds von Dachfonds<sup>93</sup>.

Erschreckend ist, dass mehrere Datenbanken sogar falsche Informationen enthalten. Wenn man in Online-Datenbanken, die Kosteninformationen enthalten, z.B. alle als aktiv ausgewiesenen Aktienfonds nach Kosten von niedrig zu hoch sortiert, findet man etliche anscheinend „kostenlose“ Fonds und auch sehr günstig erscheinende aktive Fonds. So werden für einige solcher Fonds Managementgebühren, TER oder laufende Kosten von unter 0,5% auch für normalerweise relativ teure Anteilklassen für Retailanleger genannt. Wenn man diese Informationen prüft, stellt man bei den günstigsten Fonds aus den Tabellen fest, dass die in den Tabellen ausgewiesenen Kosten oft sehr viel niedriger als die in den Fondsdokumenten genannten Kosten sind. Das kann man selbst anhand der erfreulicherweise oft in den Datenbanken direkt zur Verfügung gestellten Einzelfondsdokumente überprüfen, besonders anhand der sogenannten KIIDs (Key Investor Information Documents). Ein von uns durchgeführter Check von mehreren aktienorientierten Dachfonds mit „Tabellen-Kosten“ unter 1% p.a. ergab für dieselben Fonds „KIID-Kosten“ von meist über 2%. Insgesamt können die laufenden Kosten bei aktienorientierten Dachfonds sogar über 5% p.a. erreichen und selbst einige gut geratete Fonds weisen TER von über 3,5% p.a. auf.

ETFs gelten als besonders günstig. Aber auch die Gesamtkosten von ETFs können inklusive Handelskosten aber auch Indextrackingkosten „weit über denen der offiziell ausgewiesenen Gesamtkostenquote (TER) liegen“<sup>94</sup>. Verlässliche Vorabschätzungen dieser indirekten ETF Investmentkosten sind schwierig.

## THEORETISCHE VERSUS PRAKTISCHE UNTERSCHIEDE VON ETF-PORTFOLIOS (8-2014)

ETF Portfolios können sich in vielerlei Hinsicht unterscheiden, z.B. in der Ausgangs(Strategischen) Assetallokation, den Änderungsmechanismen für die Asset Allokation (z.B. taktische Allokation mit Trendfolge), der Indexselektion (u.a. klassisches versus Smart Beta), der Anbieterselktion (Marktführer oder auch Nischenanbieter), der ETF-Selektion (u.a. synthetisch versus physisch), dem Währungs- und dem Risikomanagement.

---

<sup>93</sup> siehe Barbara Claus: Wegweiser durch den Fondsgebührendschungel, Morningstar 29.07.2013

<sup>94</sup> siehe z.B. Ben Johnson, „Kosten für ETF Anleger“, Morningstar, 5.9.2011

Hinzu kommen Unterschiede in der „Verpackung“ (u.a. Dachfonds versus individuelles Portfolio) und den Kosten.

In der Praxis werden aber ganz überwiegend sehr ähnliche ETF (Muster-)Portfolios angeboten bzw. propagiert. Diese investieren in wenige Anlageklassen, haben oft starre Grenzen wie 70/30 oder 30/70 in Bezug auf Anleihe- und Aktienquoten und beinhalten überwiegend nicht-synthetische ETFs der ETF-Marktführer. Wenn andere Allokationen verwendet werden, wird ganz überwiegend die nicht mehr zeitgemäße Markowitz-Optimierung zur Begründung herangezogen.

Es wird selten thematisiert, warum Assetklassen nicht aufgenommen werden und welche Indizes zugrunde gelegt werden. Dabei gibt es viele Unterschiede zwischen Indizes. Konzentrierte Indizes wie der Dax oder Dow Jones haben ganz andere Charakteristika als diversifizierte Indizes. Ein Beispiel: Der MSCI World enthält 0% Emerging Markets, der MSCI All Countries ca. 10% und ein Weltaktienindex auf Wirtschaftsleistungsbasis (BIP) bringt es auf ca. 35% Emerging Markets Anteil. Einzelne Länderaktienindizes sind oft stark von nur wenigen Aktien abhängig. Selbst Weltaktienindizes können es zeitweise auf enorme Abhängigkeiten von einzelnen Ländern (Stichwort „Japanboom“) oder Branchen (Stichwort „Technologieboom“) bringen.

## RANKING-MOMENTUM UND RISIKORANGLISTEN SIND WICHTIGER ALS PERFORMANCERANGLISTEN (11-2014)

Es sollte nicht unbedingt das Ziel eines Fondsmanagers sein, in Performanceranglisten ganz oben zu stehen. Top Ranglistenplätze erreichen oft nur sehr spezialisierte Fonds. So standen einige Zeit lang indische Infrastrukturaktienfonds ganz oben in den Ranglisten für globale Aktienfonds. Typischerweise stehen solche Fonds aber nur kurz dort und werden dann von anderen spezialisierten Fonds verdrängt.

Bei langfristigen Vergleichen, die mehrere Marktphasen umfassen, ist es aber durchaus erstrebenswert, in Renditeranglisten vorne zu stehen. Dort können sich einzelne Fondsmanager aber nur selten längere Zeit halten.

Ziel eines Fondsmanagers kann es aber sein, bei der risikoadjustierten Performance vorne dabei zu sein. Solche Ranglisten sind aber nicht weit verbreitet. Wie findet man als Anleger Fondsmanager, die sich auch in solchen Ranglisten oben halten? Man kann z.B. die Analysen von Absolut Research kaufen, die mehrere Risikokennzahlen-Ranglisten anbieten, aber die sind nicht billig. Und es stellt sich dann die Frage, welche der Risiko-Ranglisten entscheidend für den Anleger ist.

Eine andere gute Methode, um attraktive Manager bzw. vielleicht sogar künftige Stars zu finden, ist das sogenannte Ranking Momentum: Ein Anbieter, der sich kontinuierlich in den Ranglisten nach vorne arbeitet, kann so schon identifiziert werden, bevor er oben ankommt. Zeichen sind dabei z.B. die bessere Dreijahres- als die Fünfjahres-, die bessere Jahres- als die Dreijahres- oder auch die bessere aktuelle im Vergleich zur Zwölfmonatsposition in Ranglisten. Ein Anbietervergleich über alle relevanten Fonds eines Anlagesegmentes mit ihren durchschnittlichen Rankingverbesserungen wäre interessant.



## INSTITUTIONELLE SPARPLÄNE ERMÖGLICHEN INVESTMENTS IN NEUE FONDS (4-2015)

Institutionelle Investments in Fonds steigen seit einiger Zeit an. Trotzdem: Heute Investmentfonds zu verkaufen, ist gar nicht so einfach. Es gibt Ausnahmen: Fonds, die in den letzten drei bis fünf Jahren eine sehr gute Rendite hatten, die groß sind und deren Anbieter viel in Marketing investiert haben, verkaufen sich gut. Aber das sind nicht viele. Wofür bzw. womit kann man professionelle Investoren bzw. Einkäufer noch interessieren? Anleihe- bzw. Rentenfonds werden nicht mehr so stark nachgefragt. Grundsätzlich wird zwar inzwischen auch bei Anleihen externes Management genutzt. Allerdings sind die Zinsen bei Anleihen heute sehr gering, teilweise sogar negativ. Außerdem werden Zinssteigerungen und damit Wertverluste von Anleihen von als immer wahrscheinlicher angesehen.

Anders als früher kaufen institutionelle Anleger seit einigen Jahren auch vermögensverwaltende Fonds, meist solche mit defensiver Ausrichtung. Aber unter der negativen Einstellung zu Anleihen leiden auch defensiv ausgerichtete Mischfonds bzw. vermögensverwaltende Fonds, die in der Regel hohe Anleihequoten haben.

Aktien sind in deutschen institutionellen Portfolios meist nur in einem relativ geringen Umfang vertreten und könnten daher grundsätzlich aufgestockt werden. Wenn man aber einen Aktienfonds anbietet, kommt sehr schnell die Frage, ob die Aktienmärkte nicht schon zu gut gelaufen seien und man mit einem Einstieg lieber noch warten sollte.

Immobilienfonds sind ebenfalls nicht leicht zu verkaufen, denn viele Investoren haben schon relativ hohe Anteile von Immobilien in ihren Portfolios. Deutsche Immobilien gelten derzeit als hoch bewertet, professionell gemanagte offene Immobilienfonds mit internationalem Immobilienfokus sind rar und geschlossene Immobilienfonds sind bei institutionellen Investoren nicht immer beliebt.

An Infrastruktur dagegen besteht grundsätzlich großes Interesse. Infrastrukturinvestments außerhalb des Bereiches erneuerbarer Energien sind bisher aber von den wenigsten Anlegern schon in wirklich großem Umfang umgesetzt worden. Das liegt unter anderem daran, dass direkte Infrastrukturprojekte auch für die meisten institutionellen Investoren zu kapitalintensiv sind und geschlossene Infrastrukturfonds bzw. Dachfonds sich noch keiner großen Beliebtheit erfreuen.

Und Rohstoffe wiesen in den letzten Jahren teilweise hohe Verluste auf. Dabei wäre es vielleicht eine gute Zeit, um antizyklisch in diese Anlageklasse zu investieren. Allerdings sind viele Rohstofffonds stark in den Energiesektor bzw. Öl allokiert. Und die Aussichten für Ölpreise sind vielen Analysten zufolge verhalten. Auch Agrarrohstoffe sollen es bei den meisten institutionellen Investoren heute aus sogenannter „responsible“ bzw. ESG-Sicht (Environment Social Governance) lieber nicht sein. Und Investments über Futures, die vorherrschende Investmentform für Rohstoffe, müssen auch nicht unbedingt sein. Zudem gibt es wenige Fondsanbieter, die institutionelle Rohstofffonds mit überzeugenden Performances im Angebot haben.

Von den oben genannten Anlageklassen erscheinen also nur Aktien als sowohl unterallokiert und gleichzeitig liquide. Aber viele institutionelle Investoren zögern mit ihren Investments, weil aus ihrer Sicht der Aktienmarkt aktuell übersteuert sein könnte. Für solche Investoren bietet sich ein institutioneller „Sparplan“ an: Ratierliche Investitionen über einen gewissen Zeitraum hinweg.

Über Aktien kann auch man liquide und diversifizierte Immobilien- (Listed Real Estate), Infrastruktur- (Listed Infrastruktur) sowie Rohstoffaktienportfolios aufbauen. Der Zugang kann dabei direkt oder indirekt über bestehende Spezialfonds, die institutionelle Tranchen von Publikumsfonds oder über ETFs erfolgen.

Ob man aktiven Fonds oder ETFs den Vorzug gibt, ist dabei von mehreren Faktoren abhängig. Kosten spielen dabei nicht einmal die größte Rolle, da institutionelle Tranchen von Publikumsfonds oft nicht viel teurer sind als vergleichbare ETFs. ETFs haben Vorteile wie Risikostreuung und Transparenz, auch in Bezug auf ihre Handelsregeln. Andererseits sind sie oft überdiversifiziert und starr in ihren Regeln. Aus Anbietersicht sind ETFs bzw. Indexfonds vor allem deswegen ideal, weil sie meist keinen Track Record brauchen, damit sie verkauft werden können.

Aktive Publikumsfonds benötigen dagegen meist mindestens 3 gute Jahre, bevor sie gut verkaufbar sind. Zu dem Zeitpunkt müssen sie auch schon ein ausreichendes Volumen haben. Das kann oft nur über mühsamen Verkauf an kleinere Investoren erreicht werden, die nicht auf den drei Jahren Trackrecord und Mindestfondsgrößen bestehen. Oftmals kann man feststellen, dass diese sogenannten „Early Adopter“ eine bessere Rendite erreichen als die Investoren, die erst nach mehreren Jahren guter Performance einsteigen. Auch das spricht für institutionelle Sparpläne in junge und daher oft noch kleine Fonds.

## WIE KOMMT DAS NEUE IN DIE FONDS-WELT? (12-2014)

Die Assetmanagementbranche war und ist durchaus innovativ, auch in Deutschland: Fonds, Dachfonds, Hedgefonds, geschlossene Fonds, Zertifikate, ABS, MBS, ETFs, Smart-Beta, Fintech, Robo-Advisor sind - teilweise sehr aktuelle – Stichworte. Aber wie kommt man zu neuen Ideen? Auch für das Assetmanagement gilt wie für andere Bereiche auch: Viel lesen, viel diskutieren, viel testen und ständig hinterfragen.

Warum viel lesen? Es wird heute sehr viel publiziert. Man muss nicht alles selbst neu erfinden. Neue Anregungen bekommt man z.B. über gute Newsdienste. „Abnormal Returns“ ist eine besonders interessante Quelle und in Deutschland ist Absolut Research von Michael Busack und seinem Team besonders hilfreich. Beide haben den Vorteil, aktuelles Research aufzuführen und teilweise auch zu bewerten. Das erleichtert die Identifikation von interessanten Themen und die gezielte Suche nach weiterführenden Informationen. SSRN und Researchgate sind sehr gute Quellen für solche gezielten Suchen.

Warum sollte man erst nach dem Lesen diskutieren bzw. testen? Das ist der wissenschaftliche Anspruch: Erst kommt die Literaturanalyse, dann die Formulierung von Hypothesen, dann die Diskussion bzw. der Test. Tests sollten dabei sehr gezielt ausgeführt werden und kein Data Mining darstellen. Im Idealfall wird die Anzahl und der Inhalt der Testversuche genau

dokumentiert. Dann kann man nachvollziehen, wie viele Varianten getestet wurden bevor der Anbieter zum Beispiel zu einem neuen Smart-Beta Ansatz kam.

Wenn man dem kritischen Rationalismus von Popper folgt, können dabei Hypothesen verworfen werden aber keine endgültig bestätigt werden. Man sollte also immer kritisch bleiben. Das führt auch zum Thema kontinuierlicher Verbesserungsprozess (KVP). Wenn man meint, noch etwas an seinen Investmentportfolios verbessern zu können, sollte man diesen Prozess am besten systematisch aktiv gestalten und nicht dem Zufall überlassen. So kann man sich als aktiver Manager zudem gut von den statischen sogenannten Smart Beta Ansätzen abgrenzen.

Da es das perfekte Portfolio meines Erachtens nicht gibt, kann man davon ausgehen, dass es sich um einen kontinuierlichen Prozess von verbesserten Hypothesen und weiteren Diskussionen bzw. Tests handeln wird. Gerade wenn ein Investmentportfolio zu gut läuft, hat man oft Angst vor weiteren Änderungen, weil man die gute Performance nicht gefährden will. Oft werden Argumente verwendet wie „der Kunde möchte nicht, dass wir permanent etwas verändern“ etc.. In der Vergangenheit hat es sich aber häufig gezeigt, dass Portfoliomanager, die sich auf ihren Lorbeeren ausruhen, nicht unbedingt dauerhaft gut bleiben. Der Kunde sollte verlangen, dass sich ein Portfoliomanager permanent und systematisch um die Verbesserung seiner Portfolios bemüht.

## GELDANLAGEINNOVATIONEN SIND EINFACHER, ALS GEDACHT (7-2018)

Es gibt bereits tausende von Investmentfonds, zunehmend mehr ETFs (Exchange Traded Fonds) und viele andere Produkte wie Zertifikate am Markt. Aber Regulierungs- und interne Anforderungen an neue Produkte nehmen zu und die Vermarktungskosten steigen an. Inzwischen können neue Fonds allein aufgrund von Restriktionen bei Depotbanken kaum noch gegründet werden, wenn nicht schon zu Beginn mindestens 10 Millionen Euro Anlagevolumen sicher sind. Und große Fondsanbieter erwarten oft ein Absatzpotential von mehreren hundert Millionen Euro, bevor sie ein OK für ein neues Produkt geben. Oft brauchen sie ein Jahr Vorlauf, um einen neuen Fonds zu starten. Es wird also immer schwieriger, echte Geldanlageinnovationen zu finden und erfolgreich an den Markt zu bringen. Anbei ein paar neue Innovationsbeispiele:

### Neuproduktmoden

Früher wurden Anlegern neue Fonds angeboten, um bei Umschichtungen von alten zu neuen Produkten mit Ausgabeaufschlägen und Vertriebsprovisionen Geld zu verdienen (siehe auch „Wie kommt das Neue in die Fondswelt“<sup>95</sup>). Mit MIFID II werden diese Kosten transparenter. Damit wird die Attraktivität neuer Produktangebote für Anbieter zurückgehen.

Allerdings gibt es immer noch Neuproduktmoden. Vor der letzten großen Finanzkrise wurden extrem viele Zertifikate erfunden, die für die Anbieter wohl oft ziemlich profitabel waren. Aktuell stehen neue ETFs im Vordergrund. Nachdem es für traditionelle Indizes genug und oft

---

<sup>95</sup> <http://prof-soehnholz.com/investment-fonds-verbessern-welt-systematischer-kontinuierlichen-verbesserungsprozess-kvp/>

immer günstigere ETFs gibt, sind derzeit sogenannte Faktor- oder Smart-Beta ETFs populär. Anleger werden aber nach schlechten Rendite-Erfahrungen wie zum Beispiel mit dem vor Kurzem noch besonders hochgelobten Low-Volatility Faktor skeptischer.

### **Zeigen Robo-Advisors, dass weniger besser ist?**

Brauchen Anleger nicht eher weniger als mehr Produkte? Easyfolio und die meisten anderen Robo-Advisor genannten neuen Onlineportfolioanbieter bieten oft nur sehr wenige und sehr einfache Produkte an. Diese sind meistens nicht neu, sondern altbekannte mischfondsähnliche Portfolios auf Basis etablierter ETFs mit mehr oder weniger hohen Anteilen von Anleihen.

Robo-Advisors bringen also kaum Geldanlageinnovationen. Sie unterscheiden sich meistens kaum durch ihre Produktangebote. Sie versuchen daher, sich durch besonders gute Nutzungsfreundlichkeit oder besonders niedrige Kosten von Wettbewerbern zu differenzieren.

Eine besonders gute Nutzungsfreundlichkeit steht aber in einem gewissen Widerspruch zu hoher Transparenz. Wenn man Anlegern volle Transparenz bieten möchte, sollte man alle Anlageregeln offenlegen. Das bedeutet aber viel Inhalt bzw. Text. Wer schon einmal eine Indexbeschreibung gelesen kann, kann das gut nachvollziehen. Alle nur denkbaren Fälle müssen vorab detailliert geregelt werden. Und an Transparenz mangelt es meines Erachtens auch bei dem einen oder anderen Anbieter einfacher Produkte. Zum Beispiel können Anleger selten nachvollziehen, warum sie in welche Risikoklasse eingeordnet werden und warum ihnen bestimmte (oft hohe) Anteile von - angeblich risikolosen - Anleihen ins Depot gebucht werden.

### **Suche nach dem „most-passive“ Multi-Asset Portfolio**

Ich habe meine Firma Diversifikator gegründet, weil ich mit Geldanlageangeboten traditioneller Anbieter nicht zufrieden war und nicht, um einen weiteren Robo-Advisor zu gründen. Anfangs sollte das Produktangebot aber wie bei Robo-Advisors zwar auf nur wenige Produkte beschränkt aber nicht nur online angeboten werden.

Ich bin selbst überrascht, dass Diversifikator inzwischen sehr viele Portfolios im Angebot hat, obwohl jedes einzelne ziemlich einfach ausgestaltet ist. Ich bin vor allem erstaunt, weil weiterhin gilt, dass neben von (potentiellen) Kunden initiierten Portfolios nur solche Portfolios angeboten werden, die es bisher nirgendwo anders gibt.

Zunächst wollte ich für meine eigene private Geldanlage nur ein Produkt haben, das möglichst diversifiziert, günstig und liquide ist. Dazu bietet sich ein Portfolio aus ETFs an. Das Portfolio sollte möglichst passiv sein, da das Handelskosten niedrig hält und ich kein guter Prognostiker bin und auch niemanden kenne, bei dem ich wirklich gute Finanzprognosen kaufen kann. Und gute Prognosen sind die Basis für aktive Portfolios.

Daher bot es sich für mich an, ein Portfolio aus ETFs zu konstruieren, welches sich an der aggregierten Kapitalanlage aller Anleger weltweit („Weltmarktportfolio“) orientiert. Das gab es bis zur Gründung von Diversifikator nicht.

Zwar bin ich kein Anhänger von kapitalgewichteten Indizes, aber sie sind neben gleichgewichteten Indizes der natürliche Startpunkt für eine Allokation. Bei Multi-Asset Portfolios scheitert die Gleichgewichtung aber an der schwierigen Bestimmung der Anzahl bzw. der Abgrenzung von Anlageklassen (siehe z.B. Söhnholz/Burkert: Naive strategische Asset Allocation in Absolut Report 4/2008).

### **Verlustorientierte Risikoanpassung mit „Cash“ statt Anleihen**

Das Weltmarktportfolio (WMP) kann in Kombination mit sicheren Anlagen auf jede Risikotoleranz angepasst werden. Da ich Anleihen in Zeiten von allseits erwarteten Zinssteigerungen und Kreditausfallrisiken nicht als sichere Anlagen ansehe, habe ich „Cash“ als sichere Anlage gewählt. Das bedeutet aber auch, dass der Bedarf für zusätzliche Produkte geringer wird. Denn anstatt je eines „Mischfonds“ pro Risikoklasse reicht ein einziges Portfolio, das - je nach Risikotoleranz des Anlegers - mit mehr oder weniger „Cash“ kombiniert wird.

Anders als üblich wird die Risikotoleranz von Anlegern dabei nicht auf Basis von Schwankungen/Volatilität bestimmt, sondern auf Basis von Verlusttoleranz. Dazu wird auf Vergangenheitserfahrungen Bezug genommen, die auch die Finanzkrise 2008 umfassen.

### **Mehrere Ableitungen des Weltmarktportfolios (WMP)**

Das erste WMP (Basis) hat aber den Nachteil, dass relativ viele ETFs benötigt werden, um eine sehr breit diversifizierte Anlage umzusetzen. Um die Implementierungskosten für Anleger gering zu halten bzw. auch Anlegern mit relativ geringen Test- bzw. Mindestanlagesummen eine Investmentmöglichkeit zu bieten, wurde zeitnah ein WMP S entwickelt, wobei S für Small steht. Dieses Portfolio kommt aufgrund einiger Vereinfachungen (siehe „Diversifikator Asset Allokation und ETF Selektion“) mit nur noch 7 statt 18 ETFs aus.

Da ich schon relativ lange ein Anhänger von verantwortungsvollen Geldanlagen bin (siehe z.B. Söhnholz: Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014), wurde zeitgleich auch ein ESG ETF-Portfolio (ESG steht für Environment, Social, Governance) nach der Logik der Weltmarktallokation aufgelegt. Auch dieses Portfolio war lange das Einzige seiner Art. Gleiches gilt für das Islamic ETF Portfolio, welches neben ESG-Kriterien zusätzlich Banken aus dem Portfolio ausschließt.

Die ersten fünf innovativen Portfolios waren entstanden. Aufgrund von Diskussionen mit potentiellen Anlegern und Vertriebs- bzw. Beratungspartnern folgten weitere Ableitungen des WMP: Ein WMP ohne Anleihen (WMP S ex Bonds), ein nur aus dem „Alternativen Teil“ des WMP bestehendes diversifiziertes „Alternatives ETF“ Portfolio, ein WMP aus besonders gut gerateten ETFs (WMP Stars), ein auf Ausschüttungen ausgerichtetes WMP (WMP Basis Income) und zwei mit Trendfolge gesteuerte WMPs (ESG ETF-Portfolio Trend und WMP Basis Trend).

Dadurch, dass diese als Musterportfolios aufgesetzt wurden, waren sie schnell und kostengünstig implementiert und können von Anlegern bei jeder Depotbank und damit auch in Bestandsdepots implementiert werden.

## **Zahlreiche ESG-Portfolios, die es bisher noch nicht gab**

Diversifikator war von Anfang an und damit wohl der erste deutsche „Robo-Advisor“, der auf das Business-to-Business Geschäft ausgerichtet war. Während die Weltmarktportfolios aufgrund ihrer konsequenten „most passive“ Ausrichtung zwar auf Interesse bei potentiellen Geschäftspartnern von Diversifikator stießen, wurde über das ESG ETF Portfolio am meisten diskutiert. Dabei stand lange die Frage im Vordergrund, ob ESG Investments ordentlich performen können, was inzwischen ziemlich klar zu sein scheint (siehe z.B. "Sehr gute pure ESG Performance"<sup>96</sup>), und ob es genug potentielle Nachfrage für solche ESG Produkte gibt. Während institutionelle Anleger bereits Wert auf ESG-Aspekte legen, ist das bei Privatanlegern bisher noch kaum der Fall.

Deshalb habe ich mich zunächst mit Portfolios für (semi-)institutionelle Anleger wie kleine Stiftungen beschäftigt. Dabei ging es nicht in erster Linie darum, die 0,3 bis 0,5% p.a. Kosten für die ETF Nutzung zu sparen, sondern um das Schließen von Produktangebotslücken. So spielen Infrastruktur- und Immobilienaktien seit Jahren eine wichtige Rolle in meinen privaten Portfolioallokationen. Bis zum Produktstart der entsprechenden ESG Aktienportfolios von Diversifikator zu Ende 2016 gab es aber meines Wissens keine ESG Produkte mit diesem Fokus. Im Zuge der Recherchen stellte sich dann für mich überraschend auch heraus, dass ich auch kein konsequent regelbasiert und damit transparent nach ESG Kriterien gebildetes Portfolio deutscher Aktien finden konnte. Daher habe ich das Deutsche Aktien ESG-Portfolio entwickelt.

Diese drei Portfolios werden nach den gleichen Regeln gebildet, bei denen bis auf technische Kriterien (Liquidität etc.) und „Maximalverlust“ nur ESG Kriterien zur Portfoliobildung genutzt werden ("Pure ESG" Ansatz, zu allen Regeln siehe "Das Diversifikator Buch").

Die Diskussion dieser Portfolios mit potentiellen Interessenten führte dazu, dass Ende 2017 zahlreiche weitere ESG Portfolios nach vergleichbaren Regeln gebildet wurden. Damit hat Diversifikator wohl die breiteste Palette an ESG-Portfolios weltweit und viele der neuen Portfolios sind zudem weltweit einzigartig.

## **Schwierige Vermarktung trotz großer Potentiale für traditioneller Anbieter**

Ob sich das Angebot von Diversifikator bewährt, wird sich noch zeigen. Die Performances der Portfolios von Diversifikator sind jedenfalls bisher sehr vielversprechend.

Kooperationspartner zu finden ist jedoch - selbst für maßgeschneiderte bzw. White Label Angebote -, nicht so einfach. Banken, Vermögensverwalter, Versicherungen und andere potentielle Kooperationspartner scheinen sich in 2017 vor allem mit sich selbst und neuen Regulierungen wie Solvency II, PSD2 und MIFID II beschäftigt zu haben und 2018 stand bisher die DSGVO ganz oben auf der Agenda.

Wenn man einschlägige Publikationen verfolgt, scheinen inzwischen aber auch Privatkunden zunehmend an ESG Angeboten interessiert zu sein. Wenn aber traditionelle Banken und

---

<sup>96</sup> <http://prof-soehnholz.com/sehr-gute-pure-esg-performance-und-diversifikators-regelaenderungen-fuer-2018/>

Vermögensverwalter genauso lange für die aktive Vermarktung brauchen wie für aktive ETF-Angebote, kann es noch einige Jahre dauern, bis Privatkunden aktiv ESG Portfolio angeboten werden.

Andererseits sind die Portfolios von Diversifikator eine sehr gute Möglichkeit für Kooperationspartner, Innovationen anzubieten. Mit diesen Portfolios können viele Aspekte umgesetzt werden: Günstige und transparente online- und ESG-Angebote, die mit grundsätzlich jeder Depotbank unter dem eigenen "Label" des Kooperationspartners umgesetzt werden können.

## WIE SOLLTE MAN 3.000 EURO LANGFRISTIG ANLEGEN?<sup>97</sup> (8-2018)

Um erfolgreich anzulegen, kommt es gerade bei einem relativ kleinen Betrag und einem langfristigen Anlagehorizont (Zinseszinsseffekt) vor allem auf geringe Kosten<sup>98</sup> an. Und weil Prognosen schwierig sind, sollte die Anlage breit gestreut werden. Daher sollte in kostengünstige Indexfonds (ETFs) angelegt werden, zumal „aktive Fonds“ typischerweise keine nachhaltige Outperformance liefern (s. hier<sup>99</sup>).

Ich würde den Betrag zu 100% in Aktien anlegen, denn in Bezug auf Anleihen bin ich skeptisch (aktuell teilweise negative Zinsen, Risiken von Kursverlusten bei steigenden Zinsen, Ausfallrisiken). Das Aktienportfolio sollte möglichst breit diversifiziert werden, also idealerweise auch Emerging Markets, Immobilien<sup>100</sup>– und Infrastrukturaktien<sup>101</sup> umfassen.

Obwohl sie etwas teurer sind, würde ich „verantwortungsvolle“ (ESG bzw. SRI) ETFs<sup>102</sup> nutzen, da diese nicht schlechter performen sollten als traditionelle ETFs. Einige dieser ETFs haben zudem den Vorteil, dass sie sehr hohe Allokationen zu einzelnen Aktien beschneiden („Capped“). Gleichgewichtete ETFs<sup>103</sup> wären mir noch lieber, aber die gibt es leider nicht.

Da ich Banken und hochverschuldeten Unternehmen als besonders riskant ansehe, würde ich mein Geld in „islamische“ ETFs anlegen, die solche Unternehmen vermeiden. Die Allokation orientiert sich an der aggregierten Anlage in Emerging Markets: 2.400 Euro in entwickelte (ISIN IE00B27YCN58) und 600 Euro in Entwicklungsländer (IE00B27YCP72) mit jährlicher Rebalanzierung auf dieses Ausgangsgewicht. Zur detaillierten Begründung siehe „Islamic ETF Portfolio“ in „Das Diversifikator Buch“ im Archiv auf www.diversifikator.com.

---

<sup>97</sup> Bewerbungsbeitrag für Comdirect Finanzblog Award 2018

<sup>98</sup> <http://prof-soehnholz.com/wichtige-investmentfondskosten-sind-oft-falsch/>

<sup>99</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-kann-einfach-guenstig-und-gut-sein/>

<sup>100</sup> <http://prof-soehnholz.com/immobilienaktien-reits-diversifikation-anlageklasse/>

<sup>101</sup> <http://prof-soehnholz.com/infrastruktur-aktien-zugang-anlageklasse-diversifikation/>

<sup>102</sup> <http://prof-soehnholz.com/pureesg-ist-besser-als-smartesg/>

<sup>103</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

## SDG ETF-PORTFOLIO: INNOVATIVER MEGATRENDANSATZ MIT GUTER PERFORMANCE (12-2020)

SDG ETF-Portfolio: 2018 habe ich mit Anlageberatern gesprochen, die an einem fondsbasierten „Portfolio für Weltverbesserer“ interessiert waren. Anfang 2019 haben wir die Regeln für ein entsprechendes Portfolio aus günstigen Indexfonds entwickelt (ETF: Exchange Traded Funds). Heute gehört das SDG ETF-Portfolio zu den beliebtesten Portfolios von Diversifikator.

SDG steht dabei für die Sustainable Development Goals, also die Nachhaltigen Entwicklungsziele der Vereinten Nationen. Kunden nutzen es oft als Ergänzung zu unserem multi-asset ESG ETF-Portfolio oder in Kombination mit unserem ESG ETF-Portfolio Bonds (ESG: Environment, Social, Governance).

Ich habe bisher noch kein vergleichbares Portfolio eines anderen Anbieters gesehen. Hier sind die Details inklusive der Änderungen für 2021:

### **SDG ETF-Portfolio: Fokus auf relativen statt auf absoluten Impact**

Wenn man streng ist kann man kritisieren, dass mit Aktien-ETFs kein zusätzliches Geld an Unternehmen fließt und deshalb auch kein absoluter Impact erreicht werden kann. Andererseits sollte man liquide Geldanlagen tätigen und nicht nur illiquide (Impact) Investments. Diese liquiden Anlagen sollten so verantwortungsvoll wie möglich sein.

Zwar kann man mit wenig Geld kaum Aktienkurse bewegen, aber das spricht nicht dagegen, möglichst vorbildlich zu investieren **und auch darüber zu reden**. Je mehr Nachahmer man findet, umso stärker können die Effekte sein. Diesen Ansatz nenne ich Relative Impact Investing (vgl. [Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

### **SDG ETF-Portfolio: „Most-passive“ Ansatz**

Wie alle Portfolios von Diversifikator folgt das SDG ETF-Portfolio der RETRO Investmentphilosophie. RETRO steht dabei für regelbasiert, evidenzbasiert, transparent, robust und optimierungsfrei (vgl. <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/Das-Diversifikator-Buch.pdf>).

Weil das Portfolio auch für Anlagevermittler geeignet sein soll, besteht aus mehreren Fonds. Für andere Kunden gibt es seit 2017 bereits ein relativ konzentriertes SDG ESG-Portfolio aus Aktien (vgl. [Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

Wenn möglich, nutzt Diversifikator ETFs und keine aktiven Fonds. Exchange Traded Fonds (ETFs) sind typischerweise günstige Indexfonds. Gegenüber aktiven Fonds haben sie zudem den Vorteil, dass sie vorhersehbarer sind, weil sie regelbasiert sind. So weiß man eher, welche Wertpapiere warum im Portfolio vertreten sind und hat dadurch mehr Transparenz.



Als konzeptioneller Rahmen für ein solches Weltverbesserungsportfolio bieten sich dabei die 17 Sustainable Development Ziele der Vereinten Nationen an. Das bedeutet, dass nur ETFs in das Portfolio aufgenommen werden sollen, die diese Ziele fördern. Um passende Fonds zu finden, kann man dabei mehrere Wege gehen.

### **SDG ETF-Portfolio: Kein Impact-Index Ansatz**

Es ist naheliegend, für ein SDG ETF-Portfolio nur Impact-ETFs zu selektieren. Das Problem dabei ist, dass es bisher in Deutschland noch keine als solche bezeichneten Impact-ETFs gibt. Es gibt sogar nur wenige bekannte Impactindizes, auf die sich solche ETFs beziehen könnten. Und die Impactindizes die es gibt, sind mir nicht konsequent genug.

So nehmen die Impactindizes von MSCI Unternehmen auf, die mindestens 50% ihres Umsatzes mit den folgenden Themen machen: Basic Needs, Empowerment, Climate Change, Natural Capital und Governance (siehe [hier](#)). Selbst wenn man annimmt, dass die genannten Segmente voll im Einklang mit den SDG stehen, können so bis zur Hälfte des Umsatzes der Indexbestandteile mit einem nicht-SDG-Fokus gemacht werden können. Insbesondere ist dabei unklar, ob dieser nicht-kompatible Umsatz sogar schädlich im Sinne der SDG sein könnte, z.B. wenn er mit zu viel CO2-Produktion verbunden wäre.

Beispiele für möglicherweise unattraktive Indexbestandteile sind Johnson Matthey, die stark im Bereich der Metallrohstoffe und traditioneller Energie tätig sind, und Procter and Gamble, die beide zu den Top 10 Positionen in Impactindex von MSCI gehören (siehe [hier](#)). Das ist Anlegern, die Geld verantwortungsvoll anlegen wollen, nur schwer zu erklären.

### **SDG ETF-Portfolio: Branchenbasiertes Konzept**

Alternativ kann man nur ETFs wählen, deren Bestandteile ganz überwiegend auf die Erreichung der SDG ausgerichtet sind, obwohl sie nicht explizit als Impact- oder SDG-konforme Fonds entwickelt wurden. Wir haben deshalb ETFs gesucht, die auf eines oder mehrere der 17 SDG Ziele fokussiert sind.

Dabei haben wir auch diskutiert, ob breit diversifizierte ETFs mit Fokus auf Emerging Markets für unser Portfolio zulässig sein sollten, da es bei den SDG im Wesentlichen darum geht, Bedürftigen zu helfen, die in Emerging Markets besonders zahlreich sind. Wenn man sich Fonds von Emerging Markets detailliert ansieht stellt man aber schnell fest, dass damit Länder bzw. Unternehmen gefördert würden, die mit den SDG oft nicht gut kompatibel sind. Der Fokus unseres SDG Portfolios liegt deshalb auf Branchen- und Themenfonds und nicht auf regionalspezifischen Fonds.

Anlegern muss dabei klar sein, dass es sich typischerweise um Portfolios von Unternehmen handelt, die in erster Linie dem Shareholder Value verpflichtet sind, d.h. gewinnorientiert sind. Anleger, die nur soziale und ökologische Ziele verfolgen und solche Unternehmen nicht unterstützen wollen, sollten ihr Geld daher lieber gemeinnützigen Organisationen spenden.

### **SDG ETF-Portfolio 2020: Fokus auf sieben Marktsegmente**

Bei der Selektion von Branchen- und Themenfonds haben wir uns an den neuen [Impact Investing Market Map](#) der United Nations Principles for Responsible Investment vom August 2018 orientiert. Dieser Report führt insgesamt zehn Marktsegmente auf: Energieeffizienz, grüne Gebäude, erneuerbare Energien, nachhaltige Land- und Forstwirtschaft, Wasser, bezahlbares Wohnen, Erziehung, Gesundheit, inklusive Finanzen.

Danach haben wir das in Deutschland angebotene ETF-Universum durchsucht und so die zulässigen Marktsegmente definiert. Daraus ergaben sich die folgenden sieben Branchen bzw. Marktsegmente mit mindestens einem verfügbaren ETF: Biotechnologie, Gesundheit, erneuerbare Energien, Wasser, nicht-fossile Mobilität, Infrastruktur und Immobilien.

### **Nutzung fokussierter statt diversifizierter Branchenfonds**

Für die Portfoliobildung sind wir noch einen Schritt weiter gegangen. Ein SDG-Ziel heißt „Good Health and Well Being“. Um dieses Ziel im Portfolio abzubilden, hätten wir sogenannte Healthcare-Fonds selektieren können. Solche Fonds investieren in alle Arten von Healthcare-Unternehmen. So hatten die Pharmaunternehmen Novartis und Roche Ende Februar 2019 einen Anteil von über einem Drittel am iShares STOXX Europe 600 Health Care UCITS, und auch das US Pendant dazu wird stark von großen Pharmakonzernen dominiert.

Außerdem sind solche Aktien meist bereits über traditionelle Fonds in den Portfolios von Anlegern enthalten. Die Investition in das SDG Portfolio sollte aber nur zu wenigen Überschneidungen mit Portfolios typischer Anleger führen.

Wir haben deshalb lieber fokussierte Biotech- und Healthcare-Fonds selektiert, die Gesundheit vor allem durch den Einsatz neuer Technologien fördern wollen. Die einzige Ausnahme davon war ein diversifizierter Infrastrukturfonds, da Infrastruktur allen Nutzern zugutekommt. Wir haben aber einen Infrastrukturfonds genutzt, der die konventionelle Energieproduktion möglichst ausschließt, also vor allem auf sogenannte Kern-Infrastruktur setzt.

### **SDG ETF-Portfolio: Ohne diversifizierte Technologie- oder Diversitätsfonds**

Wir haben auch diskutiert, branchenübergreifende Technologiefonds, von denen wir annehmen, dass die darin enthaltenen Unternehmen die SDG-Ziele fördern können, in unser Portfolio aufzunehmen. Allerdings haben wir uns dagegen entschieden, weil diese meist relativ hohe Anteile von Wertpapieren enthalten, die in vielen traditionellen Anlegerportfolios schon enthalten sein sollten oder die nicht unbedingt nachhaltig erscheinen.

Der vom Titel her interessante Emerging Markets Internet & Ecommerce Fonds enthält z.B. als größte Positionen Unternehmen wie Alibaba oder Tencent oder Baidu, die man als verantwortungsvoller Anleger nicht unbedingt im Portfolio haben möchte (Stichworte „China“ und „Datenkrake“). In unseren Aktienfonds sind Chinesische aber auch russische Unternehmen ausgeschlossen, weil diese Länder zu den 50% schlechteren nach Rule of Law gehören.

Wir haben auch Inclusion, Gender, Diversity, Low Carbon und Circular Economy ETFs nicht in das Portfolio aufgenommen, weil diese viele Unternehmen enthalten können, die typischerweise als nicht nachhaltig gelten.

Die oben genannte Impact Map der Vereinten Nationen führt insgesamt zehn Marktsegmente auf. Bezahlbares Wohnen, Erziehung und inklusive Finanzen konnten zumindest Anfang 2020 noch nicht mit ETFs abgedeckt werden.

### **SDG ETF-Portfolio: Kein ESG-Portfolio**

Wie die bisherigen Überlegungen zeigen, soll das Impact-Portfolio ein verantwortungsvolles Portfolio sein. Es gab jedoch zum Portfoliostart noch keine Branchen- bzw. Themen-ETFs, die nachhaltige Ausschlüsse nutzen oder die ESG-Mindestanforderungen (Environment, Social, Governance) an die in den Fonds vertretenen Unternehmen stellen. Das SDG ETF-Portfolio kann deshalb Wertpapiere enthalten, die in streng nachhaltigen Portfolios ausgeschlossen wären (zur Nachhaltigkeitsmessung vgl. [PRISC – Policy for Responsible Investment Scoring: Die Taxonomiealternative von der DVFA – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)). Da nachhaltig orientierte Anleger meist keine synthetischen ETFs mögen, werden solche nicht für das Portfolio zugelassen.

Wenn man sein Geld strenger nach Impactkriterien anlegen möchte, muss man direkte Portfolios nutzen (vgl. [Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

### **Gleichgewichtete Portfoliobildung mit jährlicher Rebalanzierung**

Insgesamt haben wir Ende 2019 nur 13 ETFs gefunden, die unseren Impactanforderungen entsprechen. Für das Startportfolio werden die sieben Segmente und die jeweils verfügbaren ETFs innerhalb der Segmente gleichgewichtet. Zum Jahresende werden alle Segmente und passenden ETFs innerhalb der Segmente wieder gleichgewichtet.

Wie bei den anderen Portfolios von Diversifikator auch, werden einmal jährlich die Regeln überprüft. So ist davon auszugehen, dass künftig weitere ETFs auf den Markt kommen, die für das Portfolio in Frage kommen. Außerdem kann es sein, dass einige der ETFs im Laufe der Zeit vom Markt genommen werden, weil nicht genug Nachfrage für die generiert wurde.

### **Risikodifferenzierung: Kombination mit ESG Anleihen oder Trendfolgenutzung**

Den hier skizzierten Branchen- und Themen-Ansatz kann man zudem bisher nur mit Aktienfonds umsetzen, denn es gibt noch keine ähnlich fokussierten Anleihe-ETFs. Auch Green Bond ETFs enthalten oft Anleihen von wenig nachhaltigen Emittenten. Anleger können das SDG-ETF Portfolio aber je nach Risikoneigung mit einem Anleihe ESG ETF-Portfolio kombinieren.

Für ausgewogene Portfolios kann man aber auch entsprechende Anteile an Tagesgeld halte oder ab Ende 2020 das neue SDG ETF Portfolio Trend mit einem regelbasierten Risikomanagement nutzen.

## **SDG ETF-Portfolio: Megatrendportfolio ohne Trendprognosen**

Wenn man sich die Zusammensetzung des Portfolios mit den 13 ETFs aus den Segmenten Biotech und Healthcare, Infrastruktur, grünen Immobilien, erneuerbaren Energien und Elektromobilität ansieht, erinnert es am ehesten an ein sogenanntes Megatrend-Portfolio. Anders als bei Megatrend-Portfolios, werden aber keine Trendprognosen benötigt, da die Marktsegmente konzeptionell aus den SDG abgeleitet wurden.

### **2020: +11,9% sind eine sehr gute Performance**

Die Aussagekraft von Rückrechnungen ist begrenzt, auch wenn sie bei regelbasierten besser sein sollte als bei diskretionären Portfolios. Da viele der von uns genutzten ETFs noch ziemlich jung sind, haben wir gar keine Rückrechnung gemacht. Wir haben dieses Portfolio also rein konzeptionell ohne Prognosen und Rückrechnungen entwickelt.

Das SDG ETF-Portfolio hat sich bisher sehr gut entwickelt. Bis zum 4.12. hat es 11,9% an Wert gewonnen, nachdem 1,2% für Kosten abgezogen wurden. Das sind 7,5 Prozentpunkte mehr als ein Weltaktien-ETF. Beide haben im schwierigen Jahr 2020 mit 34 bzw. 33% vergleichbare maximale Verlustkennzahlen.

### **SDG ETF-Portfolio 2021: Noch klarerer SDG-Fokus**

In 2020 sind zahlreiche neue Themen-ETFs an den Markt gekommen. Außerdem wird klarer, welche dieser Themen besonders kompatibel mit den Nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) sind.

Für die Entscheidung, welche Themen in das Portfolio aufgenommen werden, nutzen wir jetzt nicht mehr nur die Impact Investing Market Map der Principles for Responsible Investments sondern auch die neue [Sustainable Development Investments Asset Owners Platform](#).

Statt der 7 Marktsegmente aus dem Vorjahr zu nutzen können wir Themen-ETFs jetzt direkt einzelnen der 17 SDG zuordnen. Dabei finden wir ETFs für 11 der 17 SDGs. Nur für die Ziele 1, 2, 8, 10, 16 und 17 konnten wir noch keine ETFs identifizieren.

Einzelne der SDG-Ziele können wir dabei unterteilen, z.B. Gesundheit in die Bereiche Healthcare und Biotechnologie, SDG 9 in traditionelle und IT-Infrastruktur, SDG 11 in Smart Cities und Immobilien und SDG 15 in Land- und Forstwirtschaft. So kommen wir auf insgesamt 16 Marktsegmente. Wir haben für 2021 aus jedem dieser Segmente nur einen ETF selektiert. Das ist anders als im Vorjahr, in dem einzelne ETFs bei einem vergleichbaren Vorgehen unseres Erachtens zu hohe Anteile bekommen hätten.

Unsere Anforderungen an die ETFs sind dabei vielfältig. Die selektierten ETFs sollen physisch und nicht synthetisch sein. Außerdem soll der Fokus der ETFs nicht auf Largecaps liegen, denn kleine Unternehmen sind normalerweise stärker fokussiert – in diesem Fall auf SDGs – als Großunternehmen. Deshalb präferieren wir auch konzentrierte und nicht diversifizierte ETFs. So sollen außerdem zu starke Überschneidungen mit anderen SDG-Segmenten aber auch mit anderen Portfolios von Anlegern vermieden werden.

Inzwischen sind sogar einige Themen-ETFs verfügbar, die ESG-Kriterien nutzen. Solche ETFs werden präferiert. Wenn nach diesen Kriterien noch gleichwertige ETFs vorhanden sind, soll der kostengünstigere ETF ausgewählt werden.

### **SDG ETF-Portfolio 2021: 16 ETFs von 7 Anbietern**

Mit diesen Kriterien kommen wir zu einem neuen Startportfolio von 16 ETFs von 7 Anbietern mit den Themen Sauberes Wasser, Blue Economy und erneuerbare Energien, Batterien und Elektromobilität, Cybersecurity, Cloud Computing und digitale Bildung, und Smart Cities, grüne Immobilien, nachhaltige Nahrungsmittel, Agrar- und Forstwirtschaft, Biotechnologie, medizinisches Cannabis und Gesundheitswesen. Die 16 Themen-ETFs werden gleichgewichtet in das Portfolio genommen.

Der ETF-Marktführer iShares ist mit 4 ETFs vertreten aber dann folgen ETFs kleiner bzw. neuer Anbieter wie Rize (4), L&G (3), Lyxor (2) sowie je ein ETF von BNP, Credit Suisse und Wisdom Tree. Drei der ETFs nutzen explizit ESG Kriterien.

Die ETF-Kosten für das Portfolio liegen bei ca. 0,45% p.a., was etwas unterhalb der Kosten von 2020 liegt. Wenn man die 0,25% Gebühr von Diversifikator hinzurechnet, kommt man bei günstiger Umsetzung auf eine trotzdem relativ geringe Gesamtkostenquote. Zu Beginn könnte der Handel einiger der teilweise noch sehr kleinen ETFs aber noch schwierig bzw. relativ teuer sein.

Das Portfolio kann von Selbstentscheidern und -umsetzern zu Kosten von 1,2% p.a. über die Diversifikator GmbH bezogen werden. Zu ähnlichen Konditionen ist es das Portfolio inklusive Beratung und Verwaltung bei der Deutschen Wertpapiertreuhand erhältlich.

### **DRITTES SDG ETF-PORTFOLIO: KONFORM MIT ART. 9 SFDR (4-2021)**

Ende 2017 habe ich ein direktes Aktienportfolio gestartet, das im Einklang mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) stehen soll (vgl. [ESG SDG: Sehr konsequente Aktienportfolios – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)). Mein erstes Konzept für ein ETF-basiertes Portfolio für „Weltverbesserer“ bzw. Impact habe ich Anfang 2018 entwickelt (vgl. [SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)). Aufgrund mangelnder Nachfrage wurde das Portfolio aber erst Ende 2019 online gestellt. Mit +18% in 2020 und 10% seit Jahresanfang hat es besonders gut performt (vgl. [www.soehnholzesg.com](#)).

Ende 2020 wurde zusätzlich eine Variante mit Trendfolge entwickelt. Seit Kurzem hat einer meiner Kunden mein drittes SDG ETF-Portfolio im Angebot. Mit 7 statt 16 ETFs ist es weniger diversifiziert als die anderen beiden SDG ETF-Portfolios. Der Grund ist, dass nur ETFs genutzt werden, die von ihren Anbietern nach Artikel 9 der Offenlegungsverordnung klassifiziert werden, also sogenannte Impactfonds. Ich kenne keine vergleichbaren Angebote. Hier ist das Konzept:

### **Drittes SDG ETF-Portfolio: Fokus auf relativen statt auf absoluten Impact**

Durch den Kauf von börsennotierten Aktien fließt kein zusätzliches Geld an Unternehmen. Börsennotierte Unternehmen bzw. Aktienkurse kann man zumindest mit wenig Geld bzw. Einfluß zudem kaum verändern. Auch die Messung möglicher Veränderungen ist bei liquiden Investments schwierig bzw. wenig aussagekräftig. Deshalb kann auch kein absoluter Impact erreicht werden kann.

Andererseits investieren (fast) alle Anleger überwiegend in liquide Anlagen wie börsennotierte Aktien und Anleihen. Diese liquiden Anlagen sollten meines Erachtens so verantwortungsvoll wie möglich sein. Dafür habe ich konsequent nachhaltige konzentrierte ESG SDG Portfolios entwickelt. Diesen Ansatz nenne ich Relative Impact Investing (vgl. [Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

Doch viele Anleger wollen lieber diversifizierter anlegen und/oder Fonds regulierter Anbieter nutzen. Für diversifikationsorientierte Anleger, denen vor allem wichtig ist, **wie** Unternehmen arbeiten, biete ich seit 2016 die wohl ersten ESG ETF-Portfolios an. Für diversifikationsorientierte Anleger, die vor allem darauf achten, **was** Unternehmen machen, habe ich die SDG ETF-Portfolios entwickelt. Leider gibt es erst sehr wenige ETFs, die ESG- („wie“) und SDG-Kriterien („was“) konsequent miteinander kombinieren (zur Entwicklung einer individuellen Nachhaltigkeitspolitik bzw. -messung vgl. [PRISC – Policy for Responsible Investment Scoring: Die Taxonomiealternative von der DVFA – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

### **„Most-passive“ Ansatz**

Wie alle meine Portfolios folgt das SDG ETF-Portfolio der RETRO Investmentphilosophie (vgl. [Das-Soehnholz-ESG-und-SDG-Portfoliobuch.pdf \(soehnholzesg.com\)](#)). RETRO steht für regelbasiert, evidenzbasiert, transparent, robust und optimierungsfrei. Deshalb nutze ich keine aktiven, sondern nur passive Fonds (ETFs). Die sind regelbasiert und transparent und damit vorhersehbarer und meist auch erheblich günstiger als aktive Fonds.

Regulierte Impactfonds gibt erst seit Inkrafttreten der sogenannten Offenlegungsverordnung (SFDR) Mitte März 2021. Vorher konnten der Impactbegriff und ESG-Bezeichnungen frei genutzt werden.

### **Drittes SDG ETF-Portfolio: Artikel 9 der SFDR als Basis**

Als konzeptioneller Rahmen für ein solches Weltverbesserungsportfolio bieten sich dabei die 17 Sustainable Development Ziele der Vereinten Nationen an. Das bedeutet, dass nur ETFs in das Portfolio aufgenommen werden, die mit mindestens einem SDG Ziel im Einklang stehen bzw. es aktiv fördern. In meinem ersten SDG ETF-Portfolio, das ich weiterhin anbiete, habe ich selbst definiert, was ich unter „im Einklang mit mindestens einem SDG“ verstehe.

So komme ich zu einem Portfolio mit 16 ziemlich unterschiedlichen ETFs. Von diesen 16 ETFs werden im April 2021 aber erst wenige von ihren Anbietern als Artikel 9 bzw. Impact ETFs klassifiziert. Das liegt unter anderem daran, dass die Details zur Offenlegungsverordnung sehr spät veröffentlicht wurden bzw. noch gar nicht endgültig sind. Insgesamt erfüllen aktuell 7 ETFs nicht nur die Artikel 9 sondern auch meine weiteren Anforderungen.

### **Drittes SDG ETF-Portfolio: Branchen- und Themenbasiertes Konzept mit wenig Overlap**

Ebenso wie seine zwei Vorgänger soll das dritte SDG ETF-Portfolio Überschneidungen der Aktien der genutzten ETFs möglichst vermeiden. Außerdem sollen auch Überschneidungen mit traditionellen Portfolios möglichst niedrig gehalten werden. Deshalb werden vorzugsweise spezialisierte und damit konzentrierte ETFs mit Fokus auf Midcaps statt Large- und Megacaps genutzt.

Das bedeutet, dass ETFs zu den Querschnittsthemen Klima, Inklusion, Gender, Diversity und Circular Economy typischerweise nicht in das Portfolio aufgenommen werden. Da nachhaltig orientierte Anleger meist keine synthetischen ETFs mögen, werden nur physische ETFs zugelassen. Sofern Artikel 9 ETFs verfügbar sind, die ESG-Kriterien nutzen, werden diese gegenüber ETFs ohne ESG-Kriterien präferiert. Wenn nach dieser Selektionsstufe noch mehrere ETFs pro Thema vorhanden sind, wird der kostengünstigste ETF ausgewählt. Für das Startportfolio werden die sieben ausgewählten Segment-ETFs gleichgewichtet.

### **Drittes SDG-ETF Portfolio: Megatrendportfolio ohne Trendprognosen**

Das dritte SDG ETF-Portfolio umfasst die Segmente Biotech und Healthcare, Infrastruktur, grüne Immobilien, erneuerbare Energien, Wasser und gesunde Ernährung. In den ersten beiden SDG ETF-Portfolios werden zusätzlich die Themen Elektroantriebe bzw. -Mobilität, IT-Infrastruktur, Smart Cities, Erziehung, Blue Economy und Land- und Forstwirtschaft abgedeckt. Für diese Themen gibt es aber noch keine zu meinen Selektionskriterien passenden Artikel 9 Impact ETFs.

Das sieht nach diversifizierten Megatrendportfolios aus. Anders als bei traditionellen Megatrendportfolios nutze ich aber keine Trendprognosen, da die Marktsegmente konzeptionell aus den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen abgeleitet wurden. Das Portfolio wurde zudem rein konzeptionell ohne Nutzung von Rückrechnungen entwickelt.

Wie bei allen meinen anderen Portfolios auch, werden die Regeln einmal jährlich überprüft. So ist davon auszugehen, dass künftig weitere ETFs auf den Markt kommen, die für das Portfolio in Frage kommen. Außerdem kann es sein, dass einige der ETFs im Laufe der Zeit vom Markt

genommen werden, weil nicht genug Nachfrage für sie generiert wurde. Zum Jahresende werden alle genutzten ETFs wieder gleichgewichtet.

### **Gute Performance der ersten SDG ETF-Portfolios und relativ niedrige Kosten**

In 2020 hat das erste SDG ETF-Portfolio +18% bei einem zwischenzeitlichen maximalen Verlust von 34% und einer Volatilität von 19% erreicht. Damit waren die Risiken nur geringfügig höher als bei einem sehr breit gestreuten traditionellen Weltaktienindex. Die Rendite des SDG ETF Portfolios lag aber erheblich über der von traditionellen Aktien. Auch im Jahr 2021 haben sich die beiden SDG ETF-Portfolios bisher sehr gut entwickelt.

Die für das dritte SDG ETF-Portfolio selektierten ETFs kommen von nur drei Anbietern, von denen Legal & General zum Start sogar mit 4 von 7 ETFs vertreten ist. Die ETF-Kosten liegen mit knapp 0,5% pro Jahr im Vergleich zu traditionellen ETFs relativ hoch. Sie sind aber niedrig im Vergleich zu aktiv gemanagten Aktienfonds. Hinzu kommen 0,25% für die Soehholz ESG GmbH. Private Anleger können das Portfolio über die Partner von Soehholz ESG kaufen (vgl. [B2B-Partner – Soehholz ESG](#)).

## WERTPAPIERSELEKTION UND MIT FOKUS AUF ESG UND IMPACT

### SMART BETA BEDROHT VOR ALLEM SINGLE-ASSETKLASSEN PORTFOLIOMANAGER (10-2014)

Smart Beta kann man im engeren Sinn als regelbasierte und nicht-kapitalgewichtete Wertpapiergewichtung und im weiteren Sinn zusätzlich als regelbasierte Positions- bzw. Wertpapierselektion definieren. Die Ansätze sind oft wissenschaftlich basiert, haben sich teilweise in extensiven Backtests bewährt und sind meist transparent. Noch dazu scheint Smart Beta oft günstig angeboten zu werden. So gelingt es Smart Beta Anbietern, sogar ohne Track Record teilweise erhebliche Assets in relativ kurzer Zeit einzusammeln.

Smart-Beta Portfolios bzw. Fonds sind vor allem eine Konkurrenz für Assetklassen-spezifische „aktive“ Fonds bzw. Manager, weniger für Multi-Asset Ansätze.

Sogenannte aktive Portfoliomanager haben selten volle Handlungsfreiheiten. Das findet man vielleicht bei Managern, die nur ihr eigenes Geld managen. Selbst nur wenig regulierte Hedgefondsmanager, die fremdes Geld managen, unterwerfen sich selbst bestimmten Regeln, anders wird es ihnen kaum gelingen, externe Investoren für sich zu gewinnen.

Der überwiegende Teil der Portfoliomanager arbeitet in einem stark regulierten Umfeld. Die meisten dieser Manager sind bei großen Anbietern angestellt. Die wenigsten von ihnen werden ihre Fonds selbst entwickelt haben, sondern sie übernehmen oft bereits bestehende Ansätze. Die überwiegende Zahl der Fonds ist benchmarknah ausgerichtet. Das liegt daran, dass Assetmanager sich vor allem vor zu starken Benchmarkabweichungen fürchten bzw. institutionelle Anleger, die die meisten Assets anlegen, nur geringe Benchmarkabweichungen (Tracking Error) tolerieren.



Statistisch können nur sehr wenige „aktive“ Fonds ihre Benchmarks dauerhaft schlagen. Aber auch nur sehr wenigen Managern von Fonds mit größeren Freiheiten gelingt es, dauerhaft besser als die Benchmark bzw. ihre Wettbewerber zu sein.

Indextracker-Fonds mit ihren oft geringen Kosten sind daher eine ernste Konkurrenz für viele aktive Fondsmanager. Bisher hatten die aktiven Manager aber oft noch bessere Marketing-„Stories“. So gibt es Value-, Growth-, Small-Cap, Momentum- und Volatilitätsspezialisten, die mit ihren Ansätzen die klassischen Benchmarks schlagen wollten. Das ist zumindest in Backtests und periodenweise auch im Livebetrieb dem einen oder anderen Ansatz auch gelungen. Schon bisher war es aber so, dass Faktoranalysen gezeigt haben, dass auch auf Faktoren fokussierte „aktive“ Fondsmanager kaum dauerhaft Outperformance gegenüber ihren Faktorbenchmarks generieren konnten. Und jetzt gibt es relativ günstige Smart-Beta Index bzw. Faktor-Produkte für Value-, Low-Vola etc.. Smart-Beta Produkte werden daher künftig kaum von aktiven Managern outperformt werden.

Dabei hat Smart-Beta die zusätzlichen Vorteile, voll regelbasiert, prognoseunabhängig und grundsätzlich transparent zu sein. Allerdings sind Smart-Beta Produkte meist stark diversifiziert und inflexibel. Es gibt normalerweise keine Mechanismen, die Regeln zu ändern, selbst wenn bessere Erkenntnisse aus der Praxis, aus der Wissenschaft oder aus neuen Ideen und Backtests vorliegen.

Genau das erscheint die Lücke für den künftigen aktiven Fondsmanager zu ergeben. Um es mit Smart-Beta aufzunehmen, kann er auch voll regelbasiert, prognosefrei und transparent agieren. Seine Hauptrolle sollte aber in der permanenten Überprüfung und Weiterentwicklung der Regeln liegen. Das ist anspruchsvoll und zeitaufwändig. Verständnis wissenschaftlicher Untersuchungen bzw. der Strategien erfolgreicher internationaler Wettbewerber und deren sorgfältige Überprüfung erfordern viel Knowhow, Zeit, gute Daten und Systeme. Fundierte Regeländerungen werden daher nicht sehr häufig vorkommen. Gute Regeln ermöglichen es aber, auch konzentrierte Portfolios anzubieten, die eher Outperformancechancen bieten als stark diversifizierte Portfolios. Das Profil eines solchen Portfoliomanagers nähert sich daher dem Profil eines Researchers an. Der entscheidende Unterschied liegt in dem Umfang, in dem der Portfoliomanager künftig Regeländerungen beeinflussen kann.

In Bezug auf Multi-Assetprodukte ist die die Smart-Beta Konkurrenz für nicht so stark. Das liegt daran, dass es – anders als bei Single-Asset Erfolgsfaktoren wie „Value“ – keine anerkannten Indizes bzw. Fondsuniversen gibt, an denen man sich orientieren kann. So wird ein Single-Assetklassen Value-Produkt normalerweise in Bezug zu einem traditionellen Index oder eindeutigen Wertpapieruniversum gebildet. Die Regel kann z.B. lauten, dass aus einem traditionellen Index oder aus allen deutschen Aktien nur die Aktien mit den besten Value-Bewertungen selektiert werden. Zwar können Methoden der Value-Bestimmung und auch Gewichtungsmethoden voneinander abweichen, aber trotzdem sind die Smart-Beta Ansätze gut untereinander und mit „aktiven“ Value Fonds vergleichbar.

Es gibt aber keine anerkannten Multi-Asset Indizes bzw. Universen. Multi-Asset Smart-Beta gibt es z.B. in Form von Risk-Parity oder Best-of-2 Ansätzen. Dabei werden typischerweise Aktien und Anleihen als Universen genutzt. Allerdings gibt es keinen anerkannten Welt-Anleiheindex bzw. einheitliches Universum, auf die sich solche Ansätze beziehen können und

andere Anlageklassen werden ausgeklammert oder mehr oder weniger willkürlich hinzugenommen. Damit werden Multi-Asset Smart Beta Produkte zu Produkten, bei denen zumindest die Selektion des Anlageuniversums recht willkürlich bzw. aktiv ist. So werden auch Produktvergleiche schwierig und es können sich kaum anerkannte Multi-Asset Smart-Beta Benchmarks bilden.

Und Smart Beta, welches meist über ETFs angeboten wird, hat Vermarktungsnachteile. Schon einfache ETFs sind erklärungsbedürftig: Warum wird welcher Index verwendet? Warum wird welche Replikationsmethode verwendet? Wie ist die Tracking Differenz zu erklären? Ist die Liquidität jederzeit gewährleistet? Für Smart Beta ETFs müssen zusätzlich die smarten Regeln erklärt und begründet werden.

Bisher werden aber selbst normale ETFs kaum an Privatanleger verkauft, insbesondere nicht für langfristige Kapitalanlagen. Das liegt vor allem daran, dass ETFs keine Vertriebsprovisionen zahlen können. Und auch Smart-Beta ETFs können keine Vertriebsprovisionen zahlen. Welcher Berater, außer den Smart-Beta Anbietern selbst, wird dann Smart Beta verkaufen? Smart Beta Dachfonds dagegen können Provisionen zahlen. Sie sind aber eher aktiv als passiv. Und auch Honorarberater könnten Smart Beta einsetzen. Honorarberatung befindet sich in Deutschland aber immer noch in den Kinderschuhen.

Aktives Management hat daher vor allem in Bezug auf Multi-Asset Ansätze eine Zukunft während Single-Asset Ansätze bedroht sind, besonders wenn die von Anbieterprovisionen unabhängige Beratung stark zunimmt.

## GUTE FAKTORINVESTMENTS SIND SCHWIERIG (6-2015)

Anfang 2015 gibt es in den USA schon über 350 Smart Beta bzw. Faktor ETFs und ca. 20% der ETF-Netto-Zuflüsse fließen in solche Produkte<sup>104</sup>.

Hier sind einige Fragen für faktorbasierte Investments:

- Welche Faktoren sollen ins Portfolio aufgenommen werden: Die drei ursprünglichen Fama French Faktoren, zusätzlich Momentum (s. Carhart), die vier Faktoren von Hou/Xue/Zhang oder die fünf Faktoren des relativ neuen Modells von Fama French oder die sechs Faktoren, die der Staatsfonds von Singapur nutzt oder noch andere Faktoren<sup>105</sup>?
- Wie sollen sie ins Portfolio aufgenommen werden: Long, Long/Short, mit oder ohne Leverage?
- Wie sollen sie angewendet werden: Individuell oder kombiniert, parallel oder sequentiell, wie sind die Gewichtungs- und Rebalanzierungsregeln?

---

<sup>104</sup> Eine wichtige Quelle für diesen Abschnitt ist Cocoma/Czasonis/Kritzman/Turkington: Facts about Factors, Arbeitspapier (2015)

<sup>105</sup> Siehe dazu auch den Abschnitt „Multi-Faktorallokation versus klassische Asset-Allokation“

Nehmen wir an, dass nur Faktoren im Portfolio berücksichtigt werden sollen, die sich in wissenschaftlich durchgeführten Rückrechnungen bewährt haben sind und vergessen wir, dass es zumindest nach Poppers kritischem Rationalismus eigentlich keine solchen Bestätigungen geben kann. Dann tauchen bei aktuellen Recherchen folgende Faktoren auf: Value, Small Cap (inzwischen besonders oft skeptisch betrachtet), Qualität, Investment, Profitabilität, Momentum und Volatilität. Das sind alles Aktienfaktoren. Faktoren, die andere Assetklassen betreffen, sind bisher relativ wenig untersucht worden.

Untersuchungen zeigen, dass diese Faktoren offenbar in einigen Regionen „funktionieren“, allerdings auch nicht immer, und in anderen Regionen sogar nur selten. Getestet wird meist die sogenannte akademische Long/Short Variante, also die besten Value-Aktien eines werden „long“ gekauft und die schlechtesten leerverkauft. Die Umsetzung von Leerverkäufen ist aber für viele Investoren aus aufsichtsrechtlichen, internen oder umsetzungstechnischen Gründen – z.B. für wenig liquide Aktien – nicht in ausreichendem Umfang möglich bzw. sinnvoll. Reine Long-Portfolios der „guten“ Faktoren bringen aber meist wesentlich geringere positive Effekte für ein Portfolio als die Long/Short Varianten.

Eine mögliche Alternative zu auf Einzelaktien basierenden Portfolios für Anleger sind Long-Only (sogenannte Smart Beta) Faktor ETFs. Wenn man gute Weltaktienvalue-ETFs oder Weltaktien-Small-Cap ETFs etc. kaufen könnte, dann würde man hunderte der – nach Definition des Anbieters – besten Value, Small-Cap, Low-Volatility etc. Aktien ins Portfolio nehmen. Andernfalls muss man meist Regionen- oder länderspezifische Faktor-ETFs kaufen und diese zu einem Portfolio kombinieren, denn es gibt bisher nur einige globale Faktor-ETFs. Ob das gute Portfolios ergeben würde, ist nicht klar: Welche Länderallokation resultiert daraus, welche Währungsabhängigkeiten und welche Sektorenabhängigkeiten etc.? So gibt es Untersuchungen die zeigen, dass manche Faktorportfolios zu hohen Branchenabhängigkeiten führen können.

Wozu ich noch gar kein Research gesehen habe ist die Frage, welche Rolle die Anwendungsreihenfolge der Faktoren führt. Wenn man z.B. besonders viel von den Faktoren Value, Small Cap und Low-Volatilität hält, könnte man alle guten Value, alle Small Cap und alle Low-Vola-Aktien weltweit kaufen. Das ist aber besonders für Umschichtungen sehr aufwändig und bietet sich nur für sehr große Anleger an. Wenn man beispielsweise maximal 100 Aktien im Portfolio haben möchte, könnte man zunächst die Allokation zu den Faktoren bestimmen. Danach kann man dann bei z.B. 3 relevanten Faktoren die jeweils 33 besten Aktien kaufen.

Alternativ kann man sich mehrere Faktor-ETFs kaufen. Im Small Cap ETF werden aber auch Growth-Wertpapiere sein, im Value-ETF auch Large Caps. etc.. Für ein ideales Faktorportfolio muss man daher weitere Entscheidungen treffen. So könnte man die 99 besten Aktien kaufen, die nach allen 3 Kriterien bewertet werden und welche die besten 3-Faktoren Scores haben. Auch andere Regeln sind möglich, z.B. sequentielle Filter wie Auswahl der tausend besten Value Aktien und daraus dann die mit der geringsten Kapitalisierung und so fort. Die so generierten Faktor-Portfolios werden sich wahrscheinlich erheblich unterscheiden.

Und wie werden die selektierten Aktien dann im Portfolio gewichtet bzw. rebalanziert? Es gibt Analysten die meinen, dass ein erheblicher Teil von angeblicher Faktor-Outperformance

gegenüber kapitalgewichteten Indizes durch Rebalanzierungen erklärt werden kann. Wenn man bedenkt, dass Kapitalgewichtungen, zumindest nach den meisten mir bekannten Untersuchungen, fast allen anderen Gewichtungsregeln unterlegen sind, sollte man potentielle Outperformance von Faktorinvestments zunächst einmal mit unterschiedlichen nicht kapitalgewichteten Benchmarks vergleichen.

Was sich zunächst sehr überzeugen anhört und oft als wissenschaftlich basiert verkauft wird, ist also immer von zahlreichen Entscheidungen abhängig. Das gilt besonders für Multi Faktor Portfolios. Diese Entscheidungen und auch die Gründe für diese Entscheidungen sollten transparent gemacht werden. Das kann relativ schnell komplex werden. Multi Faktor ETFs sind daher ähnlich wie Multi Asset ETFs eine eher geringe Bedrohung für sogenannte aktive Manager. Viel wichtiger erscheint die Analyse von Faktorabhängigkeiten klassischer Portfolios, wie sie, inklusive Analyse nicht-linearer Zusammenhänge, schon viele Jahre zur Beurteilung von Hedgefonds verwendet werden.

## SIND FAKTOR- BZW. SMART-BETA ETFs GUT FÜR ANBIETER ABER SCHLECHT FÜR ANLEGER? (7-2016)

Institutionelle deutsche Anleger legen seit einiger Zeit relativ viel Geld in Faktor- bzw. Smart-Beta ETFs an. Wichtige Argumente dafür sind die angeblich erwiesene Outperformance von klassischen Benchmarks und günstige Kosten im Vergleich zu „aktiven“ Fonds.

Die statistische Outperformance von klassischen Benchmarks ist umso erstaunlicher, weil bekannt ist, dass aktive professionelle Fondsmanager diese klassischen Benchmarks meist nicht schlagen können. Wenn diese Manager einfache Smart-Beta bzw. Faktorstrategien angewendet hätten, hätten sie diese Benchmarks aber relativ einfach schlagen müssen. Warum haben sie das nicht getan? Waren ihnen diese Strategien zu einfach und hatten sie Sorge, ihre Gebühren nicht rechtfertigen zu können? Oder haben sie versucht einfache Faktorstrategien umzusetzen, damit aber keine guten Anlageergebnisse erreicht?

Unter klassischen Benchmarks sind vor allem kapitalgewichtete Indizes zu verstehen. In den meisten uns bekannten Studien die verschiedene Faktor-Indexmethoden vergleichen, schneiden kapitalgewichtete Indizes am schlechtesten ab, zumindest in Bezug auf Rendite und Sharpe-Ratios, also risikoadjustierte Renditen. Die vom jeweiligen Autor der Studie präferierte Gewichtungsmethode schneidet in der Regel am besten ab (oder wird deshalb präferiert). Allerdings unterscheidet sich die präferierte Methode von Autor zu Autor oft stark und selbst bei ähnlich lautenden Indizierungsmethoden wie „Low Risk“ wird „Low Risk“ oft unterschiedlich definiert.

Interessanterweise schneiden in solchen Vergleichsstudien gleichgewichtete Aktienportfolios fast immer gut ab. Als Small Cap und Value noch gut liefen, wurde das auf eine Small Cap oder Value Übergewichtung von gleichgewichteten im Vergleich zu kapitalgewichteten Indizes zurückgeführt. Das gute Abschneiden von Gleichgewichtung ist aber auch in Phasen festzustellen, in denen Small Cap oder Value nicht gut laufen.

Es gibt aber relativ wenige gleichgewichtige ETFs. Warum ist das so? Haben auch ETF-Anbieter einen Anreiz, eher komplexere Strategien anzubieten, z.B. weil gleichgewichtete Anlagen sich nicht so attraktiv anhören wie „wissenschaftlich basierte“ komplexere Strategien?

Faktor-ETFs nutzen aber nicht nur andere Gewichtungen als Kapitalgewichtungen, sondern zum Teil auch andere (regelbasierte) Titel-Selektionsmethoden. Ich habe bewusst noch keine Studie gesehen, welche die Outperformance von Faktor-Ansätzen nach Gewichtungs- und nach Selektionsbeiträgen trennt. Ich habe auch noch keine Faktor-ETFs gesehen, die sich an gleichgewichteten Benchmarks messen. Ich vermute, dass das Ergebnis enttäuschend sein würde und Gleichgewichtung einen erheblichen Teil von angeblicher Faktor-Outperformance gegenüber kapitalgewichteten Indizes erklären kann.

Anleger möchten zudem auf Faktoren setzen, die künftig outperformen. Verlässliche Faktorperformance und -risikoprognosen sind aber sehr schwierig. Studien zeigen, dass mit dem Bekanntwerden von angeblicher vergangener Faktoroutperformance diese relativ schnell und fast vollständig verschwinden kann. Vergangene Faktor-Outperformance ist also keine gute Indikation für künftige Faktor-Outperformance. Und Multi-Faktor Anlagen erhöhen die Single-Faktor Probleme nur.

Anleger können trotzdem vom Faktor-ETF Trend profitieren. So ist es sinnvoll, Faktoranalysen seiner Bestandsportfolios zu machen. Teure Faktorabhängigkeiten z.B. in Form von Hedgefonds-Investments kann man, wenn deren Faktorabhängigkeiten im Zeitablauf relativ stabil sind, durch wesentlich billigere Faktor-ETFs ersetzen. Und wenn man an Faktortiming glaubt, kann man das selbst mit Faktor-ETFs umsetzen oder an einen Manager delegieren, der niedrigere Gebühren als Hedgefondsmanager verlangt.

In Ermangelung guter Faktorprognosefähigkeiten sollte man eine möglichst breite Faktordiversifikation in seinem Portfolio anstreben. Der konzeptionell überzeugendste Ansatz ist es, ein Portfolio möglichst günstiger klassischer ETFs oder Indexfonds zu bilden. Dann wird die Faktordiversifikation dieses Portfolios gemessen. Wenn man Faktorabhängigkeiten des Portfolios ändern möchte, kann man dafür durchaus Faktor-ETFs einsetzen. Dafür braucht man allerdings idealerweise auch Short-Faktor ETFs oder entsprechende Faktor-Derivate, die noch ziemlich selten angeboten werden. In Anbetracht der Vielzahl möglicher Faktoren stellt sich bei diesem Ansatz vor allem die Frage, welche Faktoren man im Portfolio in welcher Höhe minimal oder maximal berücksichtigt haben möchte.

Um kapitalgewichtete Indizes dauerhaft zu schlagen, bieten sich am ehesten gleichgewichtete Portfolios an, bei denen man allerdings auf geringe Implementierungs- bzw. Rebalanzierungskosten achten sollte.

## TAXONOMIE VERANTWORTUNGSVOLLER GELDANLAGEN: PRAXISORIENTIERTER VORSCHLAG (9-2018)

Anleger und Berater kritisieren zurecht, dass eine praxistaugliche Taxonomie bzw. Klassifizierung für verantwortliche Geldanlagen fehlt bzw. dass die Konzepte verantwortungsvolle, nachhaltige, Impact, ESG (Environmental, Social, Governance), SRI (Socially responsible investment) Investments etc. nicht eindeutig definiert werden (zur

Bedeutung s. [hier](#)<sup>106</sup> und [hier](#)<sup>107</sup>). Daher ist es bisher schwer, unterschiedliche Angebote miteinander zu vergleichen. Hier ist ein [Vorschlag](#)<sup>108</sup>, der soeben von der Deutschen Vereinigung für Finanzanlage und Asset Management e.V. vorgelegt wurde und dessen Co-Autor ich bin. Darin sind die Kernbegriffe definiert und Operationalisierungen ermöglicht. Das Dokument der DVFA, das auch in Englisch erhältlich ist, beinhaltet zusätzlich ausführliche Begründungen für das gewählte Vorgehen.

## **Teil 1: Begriffsklärungen/Taxonomie**

### **Verantwortungsvolle Investments**

„Verantwortungsvolle Investments“ („Responsible Investments“ in Englisch) ist der von uns genutzte Oberbegriff. Verantwortungsvolle Investments umfassen alle drei Dimensionen Ökologie, Soziales und Unternehmensführung/Governance.

### **Nachhaltige Investments**

Es gibt verschiedene Ausprägungen verantwortungsvoller Investments. „Nachhaltige“ („Sustainable“ in Englisch) Investments umfassen die Kategorien Umwelt und Soziales. Sie berücksichtigen jedoch üblicherweise keine Unternehmensführungskriterien.

### **Socially Responsible Investments (SRI)**

Der Begriff „Socially Responsible Investments“ (SRI) sollte – anders als bisher – künftig für die soziale Dimension genutzt werden.

### **ESG Portfolios**

ESG-Portfolios nehmen nur Wertpapiere auf, die nach spezifischen E, S und G Ratings nicht zu den schlechtesten gehören.

### **Ausschlussportfolios**

Ausschlussportfolios schliessen spezifische Investment explizit aus, wie z.B. Streubomben.

### **Ethische Portfolios**

---

<sup>106</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-interessante-veroeffentlichungen/>

<sup>107</sup> <http://prof-soehnholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/>

<sup>108</sup> <http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf>

Ethische Portfolios umfassen Bestandteile, die nach ethischen (oft religionsabhängigen) Kriterien selektiert werden.

### **Themenportfolios**

Themenportfolios beinhalten Wertpapiere, die „verantwortungsvollen“ Themen wie „erneuerbare Energien“ zugeordnet werden können.

### **Impactinvestments**

Impactinvestments versuchen aktiv Änderungen zu bewirken. Sie beziehen sich oft nur auf eine der Kategorien E, S oder G. Philanthropische Aktivitäten haben typischerweise ausschließlich nicht-finanzielle Ziele und werden daher nicht als „Investments“ angesehen und hier nicht thematisiert. Impactinvestmentangebote haben oft geringe Renditeanforderungen als andere der hier genannten Investmentkategorien weil sie partiell philanthropische Ziele verfolgen.

### **Begriffskombinationen**

Begriffe können kombiniert werden. Z.B. sind „Impact ESG“ Portfolios solche, die beiden Anforderungen genügen und „ESG Ausschlußportfolios“ nutzen „positiv“ ESG Selektionskriterien und „negativ“ zusätzlich Ausschlüsse.

## **Teil 2: Operationalisierung der Taxonomie**

### **Ausschlüsse**

Ausschlußportfolios (Exclusion-Portfolios): Es sollten alle Ausschlusselemente präzise aufgeführt werden, auch die Anzahl der Ausschlußsegmente. Es sollte idealerweise genannt werden, wie viel Prozent von einem zulässigen Vergleichsindex (z.B. Weltaktien bei einem globalen Aktienportfolio) zum Prüfungszeitpunkt ausgeschlossen werden. Es gibt keine Mindestanforderungen an die Zahl der Ausschlüsse.

Ausschluss von Assets aus einem Portfolio bedeutet grundsätzlich, dass keine Mindestgrenzen zulässig sind („0% Regel“). Das heißt, dass es künftig nicht zulässig sein wird, mit dem Label „Ausschluss“ zu werben, wenn z.B. 5% vom Umsatz mit „ausgeschlossenen“ Bereichen erzielt werden dürfen. Neben Umsätzen können – falls besser passend bzw. verfügbar – auch Unternehmensergebnisse oder andere Maßgrößen herangezogen werden, die aber transparent gemacht werden müssen. Dabei müssen nur vom Emittenten „berichtete“ bzw. aus anderen Quellen mit vertretbarem Aufwand beschaffbare Informationen berücksichtigt werden.

Außerdem können Handels- und Dienstleister anders als Produktionsunternehmen behandelt werden. So haben breit aufgestellte Einzelhandelsunternehmen typischerweise alkoholische Produkte im Angebot. Sie sollen deshalb aber nicht unbedingt aus einem breit gestreuten Portfolio ausgeschlossen werden, selbst wenn dieses Alkoholproduzenten explizit ausschließt. Solange marktführende Datenanbieter die entsprechenden Daten (noch) nicht zu vertretbaren Kosten liefern können, sind weiterhin Mindestgrenzen zulässig. Dabei darf maximal 5% des

Umsatzes bzw. der relevanten Maßgröße eines Emittenten im ausgeschlossenen Bereich erfolgen. Auf diese Ausnahmen von der 0%-Regel muss hingewiesen werden.

Ethische (christliche, islamische etc.) Portfolios fallen typischerweise unter Ausschlussansätze.

Es kann auch aufgeführt werden, wie viele Segmente ausgeschlossen werden. Anbei die Liste der typischen Ausschlüsse :

- Waffen (Produktion und Handel)
- Menschenrechtsverletzungen
- Arbeitsrechtsverletzungen
- Glücksspiel
- Korruption und Bestechung
- Tabak
- Pornografie
- Alkohol
- Kernenergie
- Umweltzerstörung

Weitere anerkannte Ausschlusssegmente:

- Fossile Energien
- Todesstrafe
- Pharmazie
- Rindfleisch/Kuhmilchproduktion

### **Impact und Themen-Portfolios**

Impact-Portfolios: Es muss angegeben werden, welche und wie viele UN Global Compact Sustainable Development Goals (SDG) mit dem Portfolio realistisch angestrebt werden. Alle Wertpapiere in einem Impact-Portfolio müssen mindestens einem Ziel der SDG dienen.

Themenportfolios wie „Erneuerbare Energien“ bzw. „Green Bonds“ müssen 100% – mit Ausnahme von Cash – in Wertpapiere bzw. Projekte der jeweiligen Themen anlegen.

### **ESG Portfolios**

Portfolios, die nicht mindestens die schlechtesten 10% nach E, S und G (separat) ausschließen (Best-in Universe Betrachtung bezogen auf alle Daten des jeweiligen Datenanbieters), dürfen nicht als ESG Portfolios bezeichnet werden.

Begründung: ESG-Ratings können unterschiedlich ausgestaltet werden. ESG-Scoring erfolgt aber selten für ein komplettes Universum von Wertpapieren, sondern oft vorwiegend für tendenziell höher kapitalisierte Unternehmen. Höher kapitalisierte Unternehmen haben mehr Ressourcen aber auch mehr Anreize, sich nach ESG-Kriterien gut zu positionieren. Es ist zudem zu erwarten, dass die schlechtesten Wertpapiere nach ESG-Kriterien bei den unterschiedlichen



Ratinganbietern sich weniger unterscheiden werden, als Wertpapiere, die von Ratingagenturen das Urteil „durchschnittlich“ erhalten. Beide Argumente sprechen dafür, nur zu verlangen, dass die schlechtesten Wertpapiere systematisch ausgeschlossen werden müssen.

In einem breit gestreuten Portfolio (z.B. Weltaktien), können ohne nennenswerte Diversifikationsverluste auch strengere Mindestanforderungen, z.B. Ausschluß der schlechtesten 25%, angestrebt werden. Bei kleineren Anlageuniversen, z.B. deutschen Mid-Cap Aktien, würde der Ausschluß der schlechtesten 25% des Ratinganbieters jedoch möglicherweise zu sehr kleinen zulässigen Anlageuniversen führen.

Es können zusätzlich die Mindestanforderungen an E, S und G angegeben werden, die für E, S und G jeweils unterschiedlich ausfallen können, z.B. mit „Top 90%“ (Minimum) bis z.B. „Top 50%“. Top 90% bedeutet dabei, dass nur die schlechtesten 10% nach E, S und G Scores ausgeschlossen werden.

Wenn nur E oder S oder G Scores verwendet werden, können die Portfolios entsprechend aufgesetzt werden, z.B. Top 25% E-Score heisst, dass nur die besten 25% nach E-Score ins Portfolio kommen, unabhängig von S und G Scores.

Grundsätzlich sollten zusätzlich auch die durchschnittlichen Scores der jeweils angebotenen Portfolios getrennt nach E, S und G-Score genannt werden.

## **SRI-Portfolios**

SRI (Socially Responsible Investment) sollte nur als Bezeichnung genutzt werden dürfen, wenn das Portfolio ganz überwiegend auf die „S“ Dimension von ESG Ratings ausgerichtet ist und kein Titel im Portfolio enthalten ist, der von Ratingagenturen zu den schlechtesten 10% aller Titeln beurteilt wird.

## **Kontroversen**

„Kontroversen“ können zusätzlich genutzt werden, sollten sich aber normalerweise auch in den E, S und G Scores widerspiegeln. Die genutzte Informationsquelle für Kontroversen sollte genannt werden.

## **„Best-In-Class/Universe“ Portfolios**

Bei Best-in-Universe Ansätzen kann angegeben werden, wo die Mindestgrenze liegt, z.B. E, S und G Score Top 75%.

Analoge Voraussetzungen gelten auch für CO2 Scores, Tender-Anteile etc. für Portfolios, die auf solche Kriterien Bezug nehmen.

Best-In-Class Portfolios müssen ebenfalls die 10% schlechtesten Positionen des Gesamtuniversums nach E, S und G ausschließen, um als verantwortungsvoll bezeichnet

werden zu dürfen. Sie können jedoch unterschiedliche Mindestscores (oberhalb der 10% schlechtesten Positionen) für unterschiedliche Anlagesegmente/Classes setzen.

### **Momentum-, Progress-, Voting- bzw. Engagement-Portfolios**

ESG-Momentum- bzw. ESG-Progress-Portfolios müssen ebenfalls mindestens die 10% schlechtesten nach E, S und G ausschließen, ebenso wie „ESG-Voting- bzw. aktive Anteilseigner-Ansätze“, die auf aktive Verbesserungen durch Stimmrechtsausübung setzen.

### **Systematische ESG-Portfolios und Portfolios, die ESG-Kriterien etc. berücksichtigen**

Portfolios die Positionen enthalten, die kein ESG-Rating haben oder die zu den schlechtesten 10% bei E, S oder G gehören, dürfen nicht als ESG Portfolios bezeichnet werden. Diese Definition kann bedeuten, das viele heute unter dem Stichwort „ESG-Integration“, „Best-In-Class“ oder „Momentum“ angebotenen Portfolios ohne Anpassungen an die o.g. Regeln nicht mehr als ESG-Portfolios bezeichnet werden dürfen.

Andererseits ist es weiterhin zulässig damit zu werben, dass ESG-Kriterien für die Wertpapierselektion und/oder -Gewichtung verwendet werden, selbst wenn nicht alle o.g. Regeln eingehalten werden und das Portfolios insgesamt nicht als ESG, SRI, nachhaltig etc. bezeichnet werden darf.

### **Datenanbieter und Ratings**

„Zulässige Datenanbieter“ müssen mindestens je 10 ESG Kriterien pro Kategorie E, S und G und damit mindestens 30 insgesamt pro Wertpapier berücksichtigen und mindestens die Top 25% Wertpapiere nach Markkapitalisierung des jeweiligen Universums (z.B. Aktien Welt, Deutschland etc.).

Interne Ratings, die den gleichen Kriterien genügen, sind zulässig, gerade auch weil nur so grundsätzlich alle Marktsegmente wie z.B. Small-Cap Portfolios als ESG-Portfolios umsetzbar sind.

Alle Kriterien müssen mindesten ein Mal pro Jahr systematisch überprüft werden.

### **Zusammenfassende Taxonomie an einem [Beispiel](#)<sup>109</sup>**

Portfolioangebote kann man anhand der o.g. Kriterien wie folgt klassifizieren (Beispiel [Diversifikator](#) Deutsche Aktien ESG Portfolio):

- 1) Underlyings: Börsennotierte Aktien
- 2) Anlagefokus: Deutsche Mid und Large Caps

---

<sup>109</sup><http://prof-soehnholz.com/ein-robo-advisor-mit-esg-fokus-und-ohne-us-vorbild/>

- 3) Ausschlußkategorien aus DVFA-Liste: 10 (die Ausschlußkategorien und der Ausschlussanteil an einem Weltaktienindex können genannt werden)
- 4) ESG-Minimum: Ausschluß der schlechtesten 25% aller Titel nach E, S und G
- 5) Progressansatz: Nein
- 6) Datenanbieter: Thomson Reuters und eigene Analysen
- 7) E, S, G Ratings: Thomson Reuters
- 8) Überprüfung/Aktualisierung der Ausschlüsse und ESG-Kriterien: Jährlich
- 9) Nicht-ESG Kriterien: Größe und Liquidität von Positionen

## NACHHALTIGKEITSTAXONOMIE DER EU: POSITIVE ASPEKTE ABER INSGESAM ENTTÄUSCHEND (6-2019)

Am 18.6.2019 hat die EU Technical Expert Group (TEG) on Sustainable Finance ihre Nachhaltigkeitstaxonomie mit dem Titel „[Financing a sustainable European Economy: Taxonomy Technical report](#)“ herausgebracht. Die Expertengruppe hat sich sehr viel Arbeit gemacht. Der Report hat über 400 Seiten und enthält viele vernünftige Aspekte. Ich bin aber skeptisch, ob die Taxonomie Zusatznutzen gegenüber den etablierten Services privater Ratingagenturen gebracht hat.

### **Nachhaltigkeitstaxonomie soll die Basis für nachhaltige Investments sein**

Der Report setzt sich aus sechs Kapiteln zusammen: Erklärung des Taxonomie-Ansatzes (1), Methode um die Taxonomie zu entwickeln (2), Taxonomie von Nutzern und Nutzungsfällen (3), ökonomische Auswirkungen der Taxonomie (4), nächste Schritte (5) und komplette Liste der technischen Analyse Kriterien (6) ab Seite 106.

Auf Seite 10 wird das Ziel der Taxonomie zusammengefasst: Erstellung einer Liste von ökonomischen Aktivitäten, die basierend auf ihren Beiträgen zu nachhaltigkeitsbezogenen EU-Politikzielen beurteilt und klassifiziert werden. Auf Seite 57 wird außerdem geschrieben, dass die Taxonomie die Basis für die Bestimmung von „environmentally sustainable investments“ sein soll.

### **Nachhaltigkeitstaxonomie: Nicht nur CO2 oder Umwelt insgesamt im Vordergrund, auch Soziales wird berücksichtigt**

Auf Seite 19 wird deutlich gemacht, dass es vor allem um die Bereiche Klimawandel, Wasser, Verschmutzung und Abfall und „protection of healthy ecosystems“ geht. Das ist umfassender als ein enger Fokus auf CO2, der viele öffentliche Diskussionen prägt. Außerdem wird zumindest in Bezug auf erforderliche Analysen durch Investoren indirekt auch auf soziale Aspekte eingegangen (z.B. S. 64 der Hinweis auf die Prüfung von Mindestsozialstandards, die erfüllt werden müssen).

Auf Seite 34/35 werden die aus Expertensicht potentiell am stärksten umweltschädlichen Sektoren aufgeführt, die im Bericht detailliert untersucht werden. Interessant: Finanzdienstleistungen gehören nicht dazu, d.h. es wird nicht auf indirekte Effekte wie die

Finanzierung von umweltschädlichen Aktivitäten eingegangen. Allerdings soll die Taxonomie ja dabei helfen, solche Effekte zu quantifizieren, deshalb ist der Fokus auf direkte Umwelteffekte nachvollziehbar.

### **Nachhaltigkeitstaxonomie: Daten sind das Problem**

Anleger sollen künftig möglichst einfach den Anteil der Investments bestimmen können, die nach der Taxonomie nachhaltig (sustainable) sind. Gut ist, dass dabei grundsätzlich das Nettoprinzip berücksichtigt wird. Ein Unternehmen, das zu 90% nachhaltig ist muss trotzdem darauf geprüft werden, ob die restlichen 10% keinen nachhaltigen Schaden anrichten. Hypothetisches Beispiel: 90% Energieproduktion mit Wind und 10% mit Braunkohle kann netto weit unter 90% „nachhaltig“ sein. Die Experten verwenden für solche Analysen den Begriff „Do no significant harm“ (DNSH).

Die Experten schreiben selbst: “The main challenge the application of the Taxonomy faces is that very few companies break out information on green revenues in line with any recognised framework. ... Further, although most listed companies report revenue information broken down by activity or business line, this reporting (which is part of financial filings or annual reports) is not standardised and is not always easily accessible. For example, MSCI Europe Index members report revenue by geographic region and product segment. However, there is significant variance between reporting classifications. Fewer than 30% of companies use the same geographic categories and there is an even wider variance in product line reporting.” (Seite 71).

### **Nachhaltigkeitstaxonomie: Daten sollen von Profis geliefert werden**

Die Experten gehen davon aus, dass die Taxonomie dazu führen wird, dass viele Unternehmen künftig ihre Daten nach der Taxonomie liefern werden. Für Unternehmen, die auf europäische Geldanleger angewiesen sind, mag das stimmen. Ich bin aber sehr skeptisch, ob andere Unternehmen, die weltweit klar in der Mehrzahl sind, sich an der EU Taxonomie orientieren werden.

Die Experten gehen weiterhin davon aus, dass professionelle Datenanbieter versuchen werden, ihre Daten auf Basis der Taxonomie aufzubereiten. Das ist wahrscheinlich richtig, sofern diese Datenanbieter europäische Anleger als wichtige Zielkunden haben.

Allerdings befassen sich alle großen und seriösen Datenanbieter seit vielen Jahren mit dem Thema „Umwelt-“ bzw. ESG (Environmental, Social, Governance) Daten. Sie haben ihre eigenen Beurteilungssysteme entwickelt und werden sie nicht ohne Weiteres durch das EU System ersetzen wollen. Sie werden die Taxonomiedaten daher wohl zusätzlich berichten. Das heißt, es fallen zusätzliche Kosten an. Das sieht die Expertengruppe auch so (siehe z.B. S. 102).

Aber die Experten sind durchaus pragmatisch. Anleger sollen zunächst nur die Daten und Tools nutzen dürfen, die Ihnen aktuell bzw. künftig zur Verfügung gestellt werden („tools at hand“, S. 72).

## **Mehr Nachhaltigkeit: Kritische Finanzierung**

Die Experten erwarten, dass erhebliche Zusatzkosten für Unternehmen entstehen können, um ökologisch besser zu werden. Diese sollen vor allem durch höhere Kreditaufnahmen von Unternehmen aufgebracht werden (S. 102).

Ich verstehe nicht, warum dafür nur/überwiegend Fremdkapital eingesetzt werden soll. Im Sinne der Stabilisierung der Wirtschaft sind meines Erachtens manchmal eher höhere Eigenkapitalquoten angebracht.

## **Nachhaltigkeitstaxonomie: Kritik und offene Fragen**

Nach den vielen positiven Aspekten der Taxonomie habe ich eine andere Frage: Viele Datenspezialisten, vor allem diejenigen, die seit Jahren ökologische Daten nutzen bzw. Ratings entwickeln, haben eigene Taxonomien und ökologische Beurteilungssysteme bzw. Ratings entwickelt. Wieso sollte das „Ratingsystem“ der Expertengruppe besser sein als Ratings privater Datenspezialisten?

Dafür spricht, dass einige ESG-Ratingspezialisten Teil der Expertengruppe sind. Dagegen spricht, dass die Expertengruppe einen Kompromiss finden musste, der zudem durch den geplanten Gesetzgebungsprozess noch weiter verwässert werden kann.

## **Nachhaltigkeitstaxonomie: Mein Fazit**

Geld regiert die Welt, heißt es so schön. Ich finde es wichtig, dass Anleger auf mehr Nachhaltigkeit achten. Das ist besonders deshalb attraktiv, weil es offenbar nicht zu Performancenachteilen führt (siehe z.B. [hier](#)).

Alles, was dazu führt, dass Geldanlagen nachhaltiger werden, finde ich deshalb gut, auch die EU Experteninitiative. Sie bringt meines Erachtens aber kaum inhaltlichen Zusatznutzen.

So kann man heute schon von diversen privaten Ratingagenturen feststellen lassen, ob eine Geldanlage nachhaltig ist (siehe z.B. [hier](#)). Dabei werden unterschiedliche Beurteilungssysteme angewendet, die nicht nur Umwelthemen auflisten, wie in der Taxonomie, sondern sie auch bewerten und aggregieren und damit viel weiter gehen.

Selbst für Profis ist aber unklar, welche Ratingsysteme besser sind. Das System der EU Expertengruppe ist nachvollziehbar und lobenswert.

Ich weiß aber nicht, warum es besser sein sollte als bisherige Beurteilungssysteme privater Ratinganbieter. Standardisierung von Ratingsystemen führt zudem vermutlich zu Kompromissen und vielleicht sogar Informationsverlusten.

## **Nachhaltigkeitstaxonomie: Viele ist heute schon kostengünstig möglich**

Aber viel wichtiger ist: Schon heute kann ein Geldanleger z.B. bei Morningstar kostenlos feststellen, ob ein Fonds mehr oder weniger nachhaltig ist. Ob ihm das aber viel weiterhilft? Wenn man in solche Fonds hineinschaut, findet man immer wieder etliche Aktien oder Anleihen von Unternehmen, von denen man nicht weiß, wie sie in angeblich nachhaltigen Fonds vertreten sein können.

Das wird sich auch mit einer verbindlichen EU Taxonomie kaum ändern, wenn diese nur dazu führt das Aussagen getroffen werden wie „Dieser Fonds enthält Aktien von Unternehmen, deren Umsätze zu 80% den Nachhaltigkeitskriterien der EU entsprechen“. Selbst wenn der Rest der Umsätze dem „do no significant harm“ entspricht und soziale Mindestkriterien erfüllt sind, ist das nicht unbedingt befriedigend.

Ich würde lieber in ein Portfolio investieren, dessen Bestandteile gar keine Umsätze in kritischen Marktsegmenten machen (harte Ausschlüsse z.B. für Waffen, Alkohol und Tabak) und die hohe Mindestanforderungen nicht nur an ökologische sondern auch an soziale und Unternehmensführungskriterien (ESG) erfüllen. Dabei sollte auch die Dimension „E“ möglichst umfassend definiert werden und nicht nur auf Umsätzen oder Investitionen in den angeblich richtigen Marktsegmenten beruhen.

Aber ich bin auch „biased“: In der Sustainable Finance Kommission der DVFA arbeiten wir gerade an einem einfachen „Anti-Greenwashing“ Portfolioklassifikationssystem, welches zu viel mehr Anlegertransparenz bei sehr geringen Zusatzaufwand führen kann (siehe auch [hier](#)).

### **Nachhaltigkeitstaxonomie: Grundproblem der Kapitalanlage wird ausgeklammert**

Und noch wichtiger: Die EU Experten gehen das Grundproblem der Kapitalanlage nicht an. Damit waren sie allerdings auch nicht beauftragt. Solange Kapitalanleger nur geringe Abweichungen von traditionellen Indizes tolerieren (Tracking Error), wird es keine fundamental nachhaltige Kapitalanlage geben (siehe z.B. hier <http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/>).

Das könnte einfach geändert werden, indem nur noch fundamental bzw. Bottom-Up nachhaltige Indizes als offizielle Benchmarks zugelassen werden (siehe <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/>). Damit ist gemeint, dass diese Benchmarks nur nachhaltige – wie auch immer definiert – Komponenten enthalten dürfen.

Bisher enthalten sogenannte nachhaltige Indizes und ETFs meist nur die nachhaltigsten Bestandteile der in traditionellen Indizes vertretenen Marktsegmente. Das sind zum Beispiel Ölproduzenten (Best-in-Class), die in fundamental nachhaltigen oder Bottom Up Indizes sicher nicht enthalten wären.

## **ESG REGULIERUNGSANREGUNG: GLOBALER AGIEREN, WISSEN BESSER NUTZEN UND WENIGER BÜROKRATIE (7-2020)**

„ESG Regulierungsanregung“ habe ich geschrieben, nachdem ich das [Policies for Responsible Investment Scoring Concept \(PRISC\)](#) der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) vorstellen durfte. Der [Online Vortrag](#) wurde von Gesa Vögele von CRIC organisiert. CRIC steht für Corporate Responsibility Interface Center, die nach eigenen Aussagen „größten Investorengemeinschaft zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage im deutschsprachigen Raum“. Zum DVFA PRISC habe ich [hier](#) ja schon Einiges geschrieben.

Susanne Dräger, Senior Policy Analyst bei den Principles for Responsible Investments (PRI), hat ebenfalls teilgenommen. Sie hat zentrale Ergebnisse aus der Studie „[Investor Priorities for the EU Green Deal](#)“ vorgestellt.

CRIC hatte mich dankenswerterweise aufgefordert, auch meine Sicht zur politischen Debatte darzulegen, vielleicht weil ich als einer der ersten die Konsultation für die neue Sustainable Finance Strategie der EU umfassend und mit neuen Anregungen öffentlich beantwortet habe.

Im Vortrag habe ich einige Thesen geäußert, die ich hiermit konkretisiere und begründe:

**Hinweis:** Ich bin Mitglied der Sustainable Investing Kommission der DVFA und auch von CRIC, aber die hier geäußerten sind meine persönlichen Meinungen.

## **1. ESG Regulierungsanregung: Weiterentwicklung der EU Taxonomie durch eine Kommission aus globalen ESG Ratingexperten**

Die von der sogenannten High Level Expertenkommission der EU bisher veröffentlichte sogenannte grüne Taxonomie ist sehr detailliert. Deshalb hat ihre Entwicklung und vor allem die Abstimmung relativ lange gedauert. Wenn ein vergleichbarer Prozess auch für Soziales durchgeführt wird, dauert das im Zweifel ebenfalls wieder zu lange. Das wäre sehr schlecht, denn es ist wichtig, dass Anbieter und Anleger keine Ausreden mehr haben, um nachhaltige Geldanlagen auszubauen.

ESG Ratingexperten beschäftigen sich oft schon jahrelang, detailliert und datenbasiert mit diesen Themen. Außerdem haben sie eine globale Perspektive, weil alle großen Ratingagenturen global aktiv sind (zu einem Sozial-Vorschlag von Südwind siehe [hier](#)).

Deshalb macht es Sinn, wenn Vertreter wichtiger bzw. großer Ratingagenturen untereinander Definitionen abstimmen. So können Unternehmen (Berichtende), ESG Ratingagenturen selbst (Bewerter) und Anleger schneller zu einheitlichen Definitionen kommen und haben künftig wohl weniger Probleme mit Datenlieferungen und Auswertungen.

Problematisch ist, dass ESG-Ratingagenturvertreter nicht unabhängig sind, aktuell aber für die Weiterentwicklung der Taxonomie fast nur unabhängige Experten gesucht werden (siehe [Bewerbung für Platform on Sustainable Finance](#)). Das sollte geändert werden: Eine diverse Gruppe von ESG-Ratingexperten kann meines Erachtens einen guten Job machen, auch ohne dass deren einzelne Vertreter unabhängig sind.

Man müsste auch gar nicht nur eine europäische Gruppe von Experten haben, denn die ESG Ratingagenturen sind meist global aufgestellt. Eine solche Gruppe könnte im Rahmen der

Principles for Responsible Investments (PRI) arbeiten. Die Ergebnisse der Arbeit könnten trotzdem Grundlage für eine (zunächst) rein europäische Regulierung sein.

Idealerweise orientieren sich die Experten dabei an Aktivitäten bzw. Ausarbeitungen, die es schon gibt zum Beispiel von Climate Disclosure Standards Board (CDSB), Sustainability Accounting Standards Board (SASB), Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD), Carbon Disclosure Project (CDP), Global Reporting Initiative (GRI) und anderen (vgl. [hier](#)). Wichtig ist auch, dass den Experten ein klarer Zeitrahmen für ihrer Arbeit vorgegeben wird. Außerdem sollten die Ergebnisse von (europäischen) Experten, zum Beispiel einer Gruppe von Wissenschaftlern, geprüft und „abgenommen“ werden.

## **2. ESG Regulierungsanregung: Globale Datenbank für extrafinanzielle (ESG) Unternehmensinformationen als eine Basis für ESG-Ratings**

Es gibt angeblich weltweit hunderte von ESG-Ratinganbieter (vgl. [hier](#)). Diese erwarten von Unternehmen oft zahlreiche ESG-Daten und nutzen dafür aufwändige und sehr unterschiedliche Fragebögen. Gerade kleine Unternehmen können solche Anfragen nicht effizient beantworten. Fehlende Daten/Antworten können aber zu schlechten Beurteilungen/Ratings führen.

Der Sustainable Finance Beirat der Bundesrepublik hat eine standardisierte deutsche Datenbank vorgeschlagen, die von Unternehmen mit ESG-Daten gefüllt wird und von Externen genutzt werden kann (vgl. [hier](#)). Bei klaren Definitionsanforderungen hätte das theoretisch den Vorteil, dass Unternehmen nicht an jede der vielen Interessenten separat berichten müssen, sofern die Interessenten Zugriff auf die Daten in der Datenbank haben.

Der Zugriff muss nicht für alle Interessenten kostenlos sein. Die Nutzungskosten sollten aber Anleger nicht von der Datennutzung abschrecken. Wichtig ist, dass der Schutz von schützenswerten Unternehmensdaten sichergestellt wird.

Ich stelle mir eine Datenbank von Rohdaten vor, nicht aber von verarbeiteten/aggregierten Daten/Beurteilungen/Ratings. die oft nur schwer sinnvoll zu standardisieren sind.

Trotzdem werden etliche der ESG-Ratingagenturen und andere Nutzer von extrafinanziellen Daten sicher weiterhin zusätzliche individuelle Datenanforderungen an Unternehmen haben.

Anleger legen ihr Geld typischerweise weltweit an. Aus Anlegersicht macht deshalb nur eine globale derartige Datenbank Sinn. Vielleicht könnte man so etwas bei den Principles for Responsible Investments ansiedeln. Eine globale Datenbank, in der auch externe Effekte möglichst gut hinterlegt wären, hätte noch einen weiteren Vorteil. Heute werden z.B. Kohlendioxid Scope 3 Effekt (von Lieferanten oder Abnehmern verursacht) ziemlich freihändig berichtet. Eine globale Datenbank würde wohl zeigen, dass Mehrfachberechnungen (Einsparungen) berichtet werden. Der Administrator bzw. die Nutzer einer globalen Datenbank könnte versuchen, einem „Überreporting“ externer Effekte entgegenzuwirken. Die PRI hätte zudem mit dem Führen einer Unternehmens-Backlist bzw. dem Ausschluss von (Assetmanagement) Mitgliedern auch öffentlichkeitswirksame Sanktionsmöglichkeiten.



### **3. ESG Regulierungsanregung: Entwicklung eines Mindestanforderungskatalogs an ESG-Ratings, grüne und Sozialanleihen**

ESG Ratings werden oft als zu unterschiedlich kritisiert. Wie man an Kreditratings in der Krise 2008 gesehen hat, sind gleichartige (falsche) Ratings aber auch nicht unbedingt hilfreich.

Während es sinnvoll ist, dass Ratings mit möglichst einheitlichen Begriffsdefinitionen arbeiten, sollten vor allem Datenaggregationen nicht unbedingt standardisiert werden. Wie wichtig zum Beispiel der Frauenanteil eines Vorstandes für ein Governancerating ist, kann zum durchaus sehr unterschiedlich beurteilt werden. Vergleichbares gilt für viele andere Bewertungs- bzw. Aggregationseinschätzungen.

Aber es macht meiner Meinung nach durchaus Sinn, wenn Mindestanforderungen an Ratings definiert werden. So kann zum Beispiel festgelegt werden, dass jeweils mehrere möglichst aussagekräftige Indikatoren für Soziales, Umwelt und Unternehmensführung genutzt werden müssen.

Ich halte solche Mindeststandards auch in Anbetracht von technischen Entwicklungen wie Maschinellem Lernen für sehr wichtig. Es sollte deshalb auch festgelegt werden, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen typischerweise relativ intransparente maschinell produzierte ESG-Ratings anerkannt werden bzw. zulässig sind.

Die Mindestanforderungen für ESG-Ratings können von einer globalen Gruppe von Ratingexperten definiert werden. Diese könnte auch Mindestanforderungen an Green und Social Bonds definieren. Auch diese Ergebnisse sollten von Wissenschaftlern überprüft werden.

Wenn Deutschland oder die EU das möchte, können dabei höhere Ratinganforderungen gesetzt werden, als das in anderen Märkten der Fall ist.

### **4. ESG Regulierungsanregung: Aufsicht/Lizenz für ESG Ratingagenturen**

Ähnlich wie für Ratings können auch für ESG-Ratingagenturen Mindeststandards von der EU gesetzt werden. Deren Einhaltung muss dann aber auch von den Finanzaufsichten überwacht werden. Das würde Anlegern die Wahl aus den vielen ESG-Ratinganbietern wesentlich erleichtern.

### **5. ESG Regulierungsanregung: Wissenschaftlicher ESG-Beirat zur Weiterentwicklung dieser Ansätze**

Definitionen, Ratingmindeststandards und Anforderungen an ESG-Rater können wohl am besten von einer überschaubaren Gruppe von researcherfahrenen Praktikern erarbeitet werden. Die grundsätzliche Qualitätskontrolle dieser Empfehlungen kann aber durch Wissenschaftler erfolgen. In der Taxonomiekommission waren Wissenschaftler bisher unterrepräsentiert. Durch einen separaten wissenschaftlichen Beirat von Deutschland und/oder der EU kann dieses Defizit behoben werden.

### **6. ESG Regulierungsanregung: ESG-Beschwerdestellen**

Unternehmen und Anleger sollten zudem die Möglichkeit bekommen, sich über ESG Ratings zu beschweren. Das kann direkt bei den Ratinganbietern oder der Aufsicht erfolgen, sofern es künftig eine Aufsicht für diese gibt. In Bezug auf Geldanlageprodukte wäre es aber sicher sinnvoll, den Anbieter von Geldanlagen direkt anzusprechen.

Zusätzlich könnte eine anbieterunabhängige Beschwerdestelle sinnvoll sein. So etwas existiert als Ombudsstelle des Bundesverbandes für Investment und Assetmanagement (BVI). Diese kann bereits heute auch für Beschwerden in Bezug auf Nachhaltigkeitsthemen von Fondsinvestments genutzt werden können.

## ESG BONI ABSCHAFFEN UND MEHR RADIKALE VORSCHLÄGE (3-2021)

ESG Boni enthält Kritik an Vorschlägen des Sustainable Finance Beirats: Gegen ESG Ratingvereinheitlichung, pro Umwelt- und Sozialzertifikate statt CO2-Zertifikate, pro Subventionsabbau, gegen ESG Boni, pro verpflichtender Nachhaltigkeitsbenchmarks und contra Vertriebsprovisionen:

Der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung hat am 25. Februar 31 Empfehlungen mit dem ambitionierten Titel „[Shifting the Trillions – Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation](#)“ veröffentlicht. Es kann nicht leicht gewesen sein, so viele Experten mit unterschiedlichsten Loyalitäten dazu zu bringen, diese relativ ambitionierten Vorschläge zu machen. Ich wünsche mir aber noch mehr Ambitionen und halte manche Vorschläge für falsch.

Ich bin nicht der einzige Kritiker. „[So wird Deutschland kein führender Sustainable Finance-Standort](#)“ meint Professor Harald Bolsinger bei CSR News. „Die Empfehlungen des Beirats sind zwar „konkret und praxistauglich“, aber völlig unzureichend, um im europäischen Umfeld wirklich Großes zu bewegen!“ schreibt der Würzburger Wirtschaftsethiker. Er kritisiert vor allem den Fokus auf die Finanzwirtschaft und die Vernachlässigung von Verbesserungen der Realwirtschaft. Allerdings war es die Aufgabe des Beirates, Vorschläge für den Finanzstandort und nicht für die Realwirtschaft zu machen.

### **Umdenken von Real- und Finanzwirtschaft erforderlich: Externe Effekte müssen adäquat berücksichtigt werden**

Die potenziellen indirekten Wirkungen der Finanzbranche auf die Realwirtschaft können sehr groß sein. Ob die deutsche Finanzbranche alleine viel bewegen kann, ist fraglich. Aber sie kann und sollte klare Signale setzen für die deutsche und vor allem die europäische und die internationale Politik.

Um zu einem führenden Nachhaltigkeitsstandort zu werden, brauchen wir ein Umdenken. Aus Unternehmenssicht heißt das: Negative externe Effekte müssen systematisch berücksichtigt und transparent gemacht werden. Und aus Anlegersicht heißt das: Künftig sollte man nicht begründen müssen, warum man möglichst nachhaltig investiert. Man sollte begründen müssen, warum und welche Nachhaltigkeitskompromisse man macht.

Damit geht mein Vorschlag über das grundsätzlich gute Konzept der neuen Offenlegungsverordnung (SFDR) und neue MIFID-Anforderungen hinaus. Demnach müssen Anleger künftig aktiv danach gefragt werden, ob sie nachhaltiger anlegen wollen. Wenn das bejaht wird, dürfen keine nicht-nachhaltigen Investments mehr angeboten werden.

Meinem Vorschlag zufolge müssten Anbieter von nicht nachhaltigen Geldanlagen künftig begründen, warum sie zum Beispiel noch Aktien von Unternehmen mit Ölproduktion im Portfolio haben. Dabei reicht es nicht zu behaupten, dass ohne Aktienkäufe solcher Unternehmen kein Öl mehr produziert würde, denn das stimmt natürlich nicht. Solange Öl gebraucht wird, werden Abnehmer dafür zahlen. Ölproduzenten können Investitionen aus Umsatz, Krediten oder auch zusätzlichem nicht-börsennotiertes Eigenkapital finanzieren. Es reicht auch nicht zu behaupten, dass ohne Ölunternehmen keine ausreichende Diversifikation mehr im Portfolio vorhanden ist. Niemand muss in Aktien aller Branchen und Länder investieren, um eine ausreichende Diversifikation zu erreichen. Mein fast nur nach ESG-Kriterien zusammengestelltes Portfolio von nur 30 Aktien zeigt das anschaulich (s. Global Equities ESG Portfolio auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

### **ESG Boni: Nachhaltigkeitsratings müssen nicht vereinheitlicht werden**

Was nachhaltig ist, soll in der EU Taxonomie möglichst einheitlich geregelt werden. Die Konkretisierung und Umsetzung der Taxonomie dauert aber sehr lange. Ich habe deshalb andere bzw. ergänzende Vorschläge:

Es gibt etliche nicht-finanzielle Informationen, die zum Beispiel in Nachhaltigkeitsratings zusammengefasst werden. Weltweit gibt es inzwischen mehrere hundert solcher Klassifikationen. Für manche Anleger sind soziale Aspekte wichtiger, für andere ökologische oder Governanceaspekte. Unterschiedliche Nachhaltigkeitsdefinitionen und Nachhaltigkeitsmessungen können deshalb ruhig miteinander konkurrieren. Damit würden auch nicht alle Anleger in dieselben gut ESG gerateten Wertpapiere investieren.

Als warnender Hinweis für das Risiko von Vereinheitlichungen können Kreditratings gelten. Vor der Finanzkrise 2008 gab es einen de Facto Standard dafür. Zahlreiche der von fast allen Anbietern sehr gut gerateten Wertpapiere waren aber sehr riskant.

Leider gibt es immer noch viele Marktteilnehmer, die einheitliche Nachhaltigkeitsdefinitionen und Regulierungen abwarten wollen, bevor sie etwas zum Positiven verändern. Darauf sollte aber nicht gewartet werden.

Außerdem sollte verhindert werden, dass Nachhaltigkeitsratinganbieter zu viel Macht bekommen. Die Offenlegungsverordnung führt schon heute dazu, dass die großen und teuren Nachhaltigkeitsdatenanbieter MSCI und ISS über ihre Verträge mit Kapitalverwaltungsgesellschaften zu de-facto Standardsettern werden. Fondsanbieter werden so fast dazu gezwungen, ebenfalls die teuren Ratings von MSCI und ISS zu nutzen. Dabei gibt es andere Ratinganbieter, die mehr Unternehmen raten, mehr Details zur Individualisierung in einer höheren Frequenz bereitstellen und dabei noch günstiger sind.

## **ESG Boni: Fehlende Preise für die meisten negativen externen Effekte**

Bei vielen Wissenschaftlern gelten CO<sub>2</sub>-Zertifikate als ein gutes Instrument, um den Klimawandel marktkonform zu bekämpfen. Allerdings müssten die Preise dafür wohl viel höher sein, als sie heute üblich sind, um die Kosten für die Beseitigung bzw. Kompensation der negativen externen Effekte zu tragen. Neben Kosten für CO<sub>2</sub> Emissionen müssten aber vor allem auch Wasserverschmutzung, Schädigung von Biodiversität, negative soziale Effekte etc. bepreist werden.

Das sollte nicht nur für deutsche Unternehmen geben, sondern für alle Produkte und Services, die in Deutschland verkauft werden. Deutsche Produzenten sollen schließlich nicht zu Lasten umweltunfreundlicher anderer Anbieter benachteiligt werden.

## **Finanzinnovation Umwelt- und Sozialzertifikate: Versuch einer Operationalisierung**

Wenn aber schon kein einigermaßen adäquater Preis für relativ einfach zu berechnende CO<sub>2</sub> Emissionen gefunden werden kann, wie soll das erst mit den anderen externen Effekten möglich sein? Eines der Probleme dabei oft versucht wird, externe Effekte für einzelne Produkte oder Services zu berechnen. Das ist sehr schwierig.

Meine Idee: Statt CO<sub>2</sub> Zertifikate könnte es unternehmensbezogene Umwelt- und Sozialzertifikate geben. Die Basis dafür könnten Umwelt- und Sozialratings (ES-Ratings) von Unternehmen sein. Anstatt auf eine offizielle Definition zu warten, könnte man die Ratings von mehreren anerkannten Ratingagenturen aggregieren. Unternehmen mit schlechten ES-Ratings müssten mehr Zertifikate kaufen als solche mit guten ES-Ratings. Der Handel mit solchen Zertifikaten sollte möglich sein und das Angebot sollte im Laufe der Zeit verknappt werden.

Außerdem sollten Unternehmen verpflichtet werden, ihre ES-Ratings zu veröffentlichen und Kunden, Anlegern und anderen Stakeholdern proaktiv zur Verfügung stellen. Im besten Fall findet man solche Ratings auf allen Produkten von Unternehmen. So können sich potenzielle Käufer von ähnlichen Produkten für das Angebot mit dem besseren ES-Unternehmensrating entscheiden.

Meines Erachtens wäre das eine sehr interessante deutsche nachhaltige Finanzinnovation. Vor einigen Jahren habe ich einigen bekannten Handelsunternehmen angeboten, Ihnen bei der Umsetzung eines solchen Konzeptes zu helfen. Leider habe ich kein einziges gefunden, das daran interessiert war, obwohl meine Lösung sehr kosteneffizient ist. Ich hoffe, dass sich das künftig ändert.

## **ESG Boni: Kaum Risiko für die Realwirtschaft?**

Öl und Gas und viele andere von streng nachhaltigen Anlegern kritisierte Güter und Services werden noch viele Jahre und für zahlreiche Zwecke benötigt. Dafür bezahlen die Nutzer bzw. Käufer dieser Produkte typischerweise direkt und generieren so Umsatz beim Produzenten. Erforderliche neue Investitionen zum Beispiel in bessere Umwelttechnik können so wahrscheinlich auch künftig überwiegend eigen- oder kreditfinanziert werden. Die Aktien

solcher Gesellschaften müssen nicht unbedingt börsennotiert werden und Streubesitz in Händen von unerfahrenen Kleinanlegern ist auch nicht erforderlich.

Es ist aber wahrscheinlich, dass die Aktienkurse von wenig nachhaltigen Unternehmen fallen, wenn Anleger ihre Aktien nicht mehr kaufen. Das heißt aber nicht, dass dann viel weniger Öl oder Gas etc. produziert wird.

### **ESG Boni: Umfassende Reduktion schädlicher Subventionen**

Der Sustainable Finance Bericht beschäftigt sich vor allem mit den Möglichkeiten des Finanzbereiches. Es werden auch gute Hinweise an den Staat gegeben, der nachhaltiger anlegen soll. Zusätzlich sollte aber gefordert werden, Umwelt- und sozialschädliche Subventionen abzubauen.

Das Forum Ökologisch-Soziale Marktwirtschaft hat kürzlich einen Bericht zu klimaschädlichen Subventionen mit dem folgenden Fazit veröffentlicht: „Fast alle Subventionen haben ein Volumen von mehreren Milliarden Euro. .... Auch zeigt sich, dass der Status Quo der klimaschädlichen Subventionen in vielen Fällen vor allem reicheren Haushalten nutzt und der Subventionsabbau sozialverträglich gestaltet werden kann“ (vgl. [Zehn klimaschädliche Subventionen sozial gerecht abbauen – ein Zeitplan](#) – Eine Studie des Forums Ökologisch-Soziale Marktwirtschaft im Auftrag von Greenpeace vom 25. Februar 2021, S. 7).

Ein Teil der eingesparten Subventionen könnte genutzt werden, um den deutschen Nachhaltigkeitsstandort voranzubringen.

### **ESG Boni: Keine nachhaltigen Vergütungskomponenten**

Der Sustainable Finance Beirat fordert auch: „Im Vergütungssystem sollen wesentliche »nicht-finanzielle« Leistungskriterien für die Gewährung variabler Vergütungsbausteine festgelegt werden. Der nachhaltigkeitsbezogene Vergütungsanteil sollte 30 % nicht unterschreiten“ (S. 96).

Ich habe in meinem Berufsleben schon mehrere Bonussysteme entwickelt. Das Problem ist, dass typischerweise mehrere Ziele erreicht werden sollen, z.B. individuelle Ziele, Team- oder Gruppenziele und Unternehmensziele. Meist werden dafür auch Ziele für mehrere Kriterien gesetzt, z.B. mehrere ökonomische und nicht-ökonomische Ziele. Außerdem werden Ziele oft auch noch zeitabhängig in Kurz-, Mittel- und Langfristziele unterschieden.

Für ESG-Boni muss man sich zudem fragen, ob z.B. ein aggregierter besserer ESG-Score erreicht werden soll? Das könnte „nur“ mit besserer Governance erfolgen zu Lasten von E und S. Oder sollen separate Ziele für E, S und G gesetzt werden? Muss bei E auch noch nach Luft (CO<sub>2</sub>) und Wasser etc. differenziert werden ....?

Wenn die Erreichung bzw. Nichterreichung jedes der Teilziele spürbare finanzielle Auswirkungen haben soll, muss der Bonuspool insgesamt sehr groß sein. Konkret: Je nach Basisgehalt jeweils mindestens 10.000 oder 100.000 Euro oder mehr für die jeweilige

Unterzielerreichung. Wenn es auch negative Boni geben würde, wenn Ziele nicht erreicht werden, wäre ich weniger kritisch. Im schlechtesten Fall wird jedoch nur ein 0-Bonus gezahlt.

Zusätzliche Ziele führen deshalb meist zu einem insgesamt größeren Bonuspool bzw. Bonuspotentialen (vgl. Ana Albuquerque, Mary Ellen Carter, Luann J. Lynch: [Complexity of CEO Compensation Packages](#), vom November 2015; Alex Edmans, Xavier Gabaix, Dirk Jenter: [Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence](#), Cesifo Working Papers vom Juli 2017; vgl. [Anti-nachhaltig: ESG Boni und mehr – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

Zusätzliche ESG Boni fördern damit tendenziell ungerechte Einkommensverteilungen. Führungskräfte sollten sowieso für alle Stakeholder ihres Unternehmens arbeiten. Wenn sie nicht von sich aus auf gute ökologische und soziale Bedingungen achten, gibt es auch nichtmonetäre Mittel, zum Beispiel solche, die auf den Ruf zielen. Wenn Führungskräfte nicht nachhaltig agieren, kann man sie ja auch mit Rügen bis hin zu Nichtverlängerung von Verträgen oder sogar Entlassungen bestrafen. Das halte ich für wesentlich sinnvoller.

### **ESG Boni: Umgekehrte Beweispflicht für Anlageangebote: Benchmarks aus besonders nachhaltigen Wertpapieren**

Heute nutzen Anleger meist Aktien- oder Anleiheindizes als Vergleichsmaßstäbe bzw. Benchmarks, die meist nur die am höchsten kapitalisierten Wertpapiere enthalten. Obwohl diese Indizes oft tausende von Wertpapieren umfassen, sind sie oft weniger diversifiziert als gedacht. Vor den entsprechenden Marktkrisen gab es früher hohe Anteile von japanischen, .COM oder Immobilienpreisabhängigen Wertpapieren in diesen Benchmarks.

Trotzdem müssen selbst Großanleger oft Gründe liefern, wenn sie von solchen traditionellen Benchmarks abweichen wollen. Die Anleger sollen zeigen, dass der Verzicht auf nicht-nachhaltige Wertpapiere keine Renditenachteile oder höhere Risiken mit sich bringt. Für den bzw. die Entscheider kann es ein Jobrisiko sein, wenn die von ihnen gewählte Anlage zeitweise schlechter läuft als ein breiter traditioneller Index.

Künftig sollten Anleger Benchmarks nutzen, die nur die nachhaltigsten Wertpapiere enthalten. Anders als heute müssten Anleger und auch Produkthanbieter dann begründen, warum sie gegebenenfalls nicht so nachhaltige Wertpapiere in ihren Portfolios zulassen. Diese Maßnahme könnte sehr schnell und kostengünstig zu erheblich mehr nachhaltigen Geldanlagen führen.

### **Vertriebsprovisionsabbau**

Auch wenn es heute schon manchmal anders erscheint: Der größte Teil aller Geldanlageangebote sind nicht oder allenfalls sehr wenig nachhaltig. Das gilt auch für die größten Produkthanbieter und Produkte, wie die vielen negativen Berichte zu Blackrock und Vanguard zeigen.

Strengere Nachhaltigkeit erfordert Änderungen an diesen Produkten und an deren Vermarktungen. Das mögen vor allem Anbieter sogenannter aktiver Fonds nicht gerne. Ich

erwarte aber nur geringe Änderungen und weiterhin sehr hohe Marketingaufwendungen für die Vermarktung wenig nachhaltiger Produkte. Diese nicht- bzw. sogar anti-nachhaltigen Marketingkampagnen werden zu einem Großteil mit Vertriebsprovisionen finanziert. Ich ein Verbot von Vertriebsprovisionen von Geldanlageprodukten für wichtig, damit neue streng nachhaltige Produkte und auch kleine Anbieter mehr Chancen erhalten. Sogar Morningstar meint “that by lowering the cost of investment products via commission-free share classes and by unbundling other expenses from the cost of investment management, transparency improves and investors benefit” ([Global Investor Experience Study: Fees and Expenses](#) von Morningstar vom 17. September 2019, S. 7).

## ESG-KRITIK: ÜBER 20 FALSCHAUSSAGEN (2-2020)

Wie alle anderen Investments auch, kann man sogenannte verantwortungsvolle Geldanlagen kritisieren, denn „100% gut für jeden“ geht wohl nicht. Mich ärgert aber, dass es immer wieder falsche ESG-Kritik bzw. falsche Aussagen zu ESG-Investments gibt (ESG: Environmental, Social, Governance). Hier sind mehr als 20 falsche Argumente und Kurzkommentare dazu, die ich in bisherigen Blogbeiträgen meist detailliert begründet habe:

1. ESG-Investing kostet Rendite oder erhöht das Risiko. **Falsch**, siehe z.B. Analyse von über 2000 Studien von [Friede/Busch/Bassen](#).
2. ESG Investoren sind Gesinnungsethiker oder „Häkchenmacher“. **Falsch**: Erstens müssen Gesinnungsethiker nicht schlechter sein als Renditejünger, zweitens kann man mit ESG-Investments gut verdienen und drittens ist ESG-Investing überhaupt nicht standardisiert, so dass Häkchenmachen gar nicht geht.
3. ESG-Strategien mit börsennotierten Werten bringen nichts. **Falsch**. Angebot und Nachfrage bestimmen Kurse und Kurse wirken auf Finanzierungskosten und Managementkompensation etc. (Betriebswirtschaftslehre Basics, s.a. [hier](#)).
4. Ausschlüsse schaden Anlegern, weil man z.B. fossile Energie noch viele Jahre braucht. **Falsch**. Warum sollten Anleger mit beschränkten Geldmitteln (also alle) fossile Energien statt erneuerbarer Energien „finanzieren“ (s.a. [hier](#))?
5. Indexfondsanbieter müssen sowieso in alle Werte investieren. **Falsch**. Bei synthetischen ETFs und sogenanntem Sampling haben Indexfondsanbieter Spielräume, die sie „verantwortungsvoll“ nutzen könnten. Außerdem könnten Indexfondsanbieter strenge Indizes nutzen und propagieren, wie z.B. SRI ex Fossil Fuel Indizes (SRI: Socially Responsible Investing), s.a. [hier](#).
6. Investmentfonds dürfen nicht zu sehr von ihren traditionellen Benchmarks abweichen. **Falsch**. Aktive Fonds müssen sogar von ihren Benchmarks abweichen, um potenzielle Outperformance erreichen zu können, und alle, also auch eher passive Fonds, können streng nachhaltige Benchmarks wählen (s.a. [hier](#)).

7. ESG Daten/Ratings taugen grundsätzlich nichts. **Falsch**, siehe z.B. gute Renditen/Risiken ganz unterschiedlicher ESG-Indizes (s. z.B. [hier](#))
8. ESG Ratings taugen nichts, weil sie je nach Anbieter sehr unterschiedlich sind. **Falsch**. Lieber unterschiedliche Ansätze im Wettbewerb untereinander als einheitlich falsche (Kredit-)Ratings wie vor der Kredit(rating)krise 2008. Außerdem sind E, S und G Ratings vieler Anbieter durchaus vergleichbar (v.a. MSCI und KLD raten offenbar oft anders).
9. Wenn man ESG-Ratings nutzt, wird das Investmentuniversum zu sehr eingeschränkt. **Falsch**. Von Fondsanbietern selbst gewählte Kapitalisierungs-, Liquiditäts-, Faktor- und viele andere Kriterien schränken die Anbieter sehr oft wesentlich stärker ein. Außerdem reicht oft schon eine Diversifikation über wenige Wertpapiere, um eine relativ gute risikoadjustierte Performance zu erreichen (s. z.B. [hier](#)).
10. ESG Ratings werden zu selten durchgeführt. **Falsch**. ESG Ratings sind aufwändig, so dass die einmalige detaillierte Datenerhebung pro Jahr genügen muss. Die Renditen/Risiken von ESG-Indizes, die diese Ratings nutzen, sind trotzdem sehr gut. Außerdem gibt es inzwischen zahlreiche Datenanbieter, die häufigere Ratingupdates ermöglichen.
11. Informationen über aktuelle Kontroversen bzw. andere aktuelle ESG-Informationen müssen genutzt werden. **Falsch**. Das Risiko einer Falschbewertung von aktuellen Kontroversen und von Updates nur auf Basis von Maschine Learning bzw. künstlicher Intelligenz ist hoch.
12. Unternehmen mit guten ESG Ratings sind immer verantwortungsvoll. **Falsch**. Auch Streubombenhersteller können gute ESG Ratings haben.
13. Unternehmen mit guten ESG Ratings sind nach E, S und G Kriterien gut. **Falsch**. Bei aggregierten Ratings kann z.B. gute Unternehmensführung schlechtes Sozialverhalten „kompensieren“.
14. Unternehmen mit guten ESG-Ratings sind schon zu hoch bewertet bzw. teuer. **Falsch**, wie man an der Performance von SRI Indizes sieht, die typischerweise hohe ESG-Anforderungen stellen. Außerdem haben bisher nur wenige Fondsanbieter bzw. andere Anleger durchgehend strenge ESG Anforderungen.
15. ESG Momentum/Progress ist eine verantwortungsvolle Geldanlagestrategie. **Falsch**, denn relativ „schlechte“ Unternehmen nach ESG-Kriterien werden dabei mit Investments belohnt und „gute“ durch Divestments bestraft, denn die Divestmenterlöse werden strategiekonform wieder in „schlechte“ Unternehmen angelegt (s. z.B. [hier](#) S. 4).
16. Stimmrechtsausübung und Engagement von Anlegern sind wirkungsvoll. **Falsch**, denn es ist sehr teuer/aufwändig, diese Strategie für alle Wertpapiere im Portfolio auszuüben,



es gibt wenig Gelegenheiten um verantwortungsvollen Einfluss zu nehmen und der Einfluss einzelner Anleger ist typischerweise gering. Trotzdem mögen Produkthanbieter diese Verantwortungsstrategie, um andere Strategien (Divestment, hohe ESG-Anforderungen) nicht streng zu verfolgen, weil Portfoliomanager so am wenigsten eingeschränkt werden, es bis zum (Miss-)Erfolg von Voting/Engagement lange dauert und Misserfolge schwer zu messen/prüfen sind.

17. Konsequente liquide Impactstrategien sind noch nicht möglich, weil zu wenige Unternehmen nach den Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen publizieren. **Falsch.** Mit einem Sektorenansatz, z.B. Investments in „erneuerbare“ Energieunternehmen, kann man so eine Strategie auch ohne Detailreporting umsetzen (s. z.B. [hier](#)).
18. Gutes ESG-Investing geht nur mit aktiv gemanagten Fonds. **Falsch,** siehe z.B. die Performance von ESG oder SRI ETFs und z.B. [hier](#).
19. ESG-Investing muss teurer sein als traditionelles, weil die Daten und deren Analyse so viel kostet. **Falsch.** Das sieht man z.B. an günstigen ESG-ETFs. Außerdem gibt es inzwischen sogar einige kostenlose ESG-Datenquellen. Für Anleger teuer sind vor allem hohe Vertriebsprovisionen, die sie meist zahlen müssen, wenn sie aktive Fonds kaufen (s.a. [hier](#) und [hier](#)).
20. Anlegerberatung in Bezug auf nachhaltige Fonds ist besonders aufwändig. **Falsch.** Es ist viel einfacher, ein gutes Nachhaltigkeitskonzept zu erklären als die meisten Nischenfonds oder quantitativen Fonds oder angebliche „Besonderheiten“ von Me-Too Angeboten.
21. Die Auswahl an verantwortungsvollen Fonds ist schon sehr groß. **Falsch.** Für Retailkunden gibt es meist erst seit Kurzem Angebote in Deutschland und es gibt sehr viele Fonds, von denen behauptet wird, sie seien nachhaltig, aber viele dieser Fonds erfüllen oft nur geringe Nachhaltigkeitsanforderungen wie den Ausschluss von Streubomben (s.a. [hier](#)).
22. Die Nachhaltigkeit von Fonds bzw. Greenwashing kann nicht einfach geprüft werden. **Falsch.** Je weniger Titel im Portfolio im Vergleich zum zulässigen Universum sind, desto strenger kann ein Fonds ein. Und das geplante Scoringmodell von der DVFA hilft bei der einfachen und umfassenden Nachhaltigkeitsanalyse von Fonds (s.a. [hier](#)).
23. ESG ist eine vorübergehende Mode. **Falsch.** Das sehen sogar MSCI und BlackRock und sehr viele andere ganz anders.

## ESG FIRST OR „RESPONSIBLE INVESTMENTS: NO EXCUSES LEFT“ (3-2020)

ESG first? Today it is widely acknowledged that „responsible“ (Environmental, Social and Governance) investments do not have return or risk disadvantages compared with „traditional“

investments (see [here](#), for example). It is less known, that “ESG only” or pure ESG investments can be very attractive.

Even though returns and risks of traditional and responsible investments seem to be comparable, suppliers of traditional financial services often mention disadvantages of responsible investments such as limited scope of investment options, diversification restrictions and high costs for data and analysis. But that is mostly not true (see <http://prof-soehnholz.com/esg-investing-20-false-arguments/>).

The key questions are: What does “responsible” mean and how to best invest responsibly (see <http://prof-soehnholz.com/taxonomy-for-responsible-investments-avoiding-greenwashing/>).

## ESG first: Overview of „sustainable“ investment opportunities

Responsible investments can come in many forms:

### Asset segment    Examples

Savings products    Microfinance savings account, eco savings certificate

Stocks                Shares of companies with a good sustainability rating

Corporate bonds    Bonds from companies with a good sustainability rating

Green/  
Social bonds        Project bonds with an environmental/climate, social or economic development focus

Government securities    Bonds from countries with a positive sustainability rating

Funds                 Sustainability mutual and institutional funds including ETFs

Real estate            Individual properties with sustainability certificate and real estate funds

Direct investment        Renewable energy and other infrastructure projects

Forestry                (Certified) Forestry investments

Raw materials      Purchase of gold / silver e.g. with Transfair seal

*Own analysis based on Institut für nachhaltige Kapitalanlagen (INK): Nachhaltige Kapitalanlagen für institutionelle Investoren, September 2017, p. 16*

Many of these investment options have illiquidity risks and have been subject to other criticism, e.g. microfinance investments can drive borrowers into over-indebtedness and renewable energies may benefit excessively from public subsidies.

### **ESG first: Make others rich without improving the world?**

Responsible investments usually come in the form of equity or credit and suppliers of responsible investments typically want to make a profit or at least pay themselves decent salaries. That is perfectly ok. I rather want providers of sustainable investments to make money than suppliers of non-responsible investments. Also, many low-cost responsible ETFs are available now. They have some limitations, though.

Some people criticise that equity investors just buy stocks from sellers and therefore only enable the seller to make a profit and argue, that this can not be responsible investing. But in a society like ours, most initiatives would not be started without the possibility to generate profits. (“Early”) Responsible investors should profit from some investments since they also may lose money in many other (early stage) investments.

And a high demand for scarce responsible equity, even without a direct net inflow of capital, should lead to a higher valuation of the equity. That should facilitate future equity or credit increases and thus allow responsible companies to survive and potentially grow.

### **ESG first: Problems with exclusions**

Responsible investments typically exclude “irresponsible” market segments. But there is little black or white because for many exclusion criteria opposing arguments can be found: Don` t we need weapons for internal security and external defence? Do we need fossil energy to keep electricity accessible for low-income groups and industrial production? Do we need nuclear energy because it produces energy in a climate-friendly manner? Can genetically modified organisms help to reduce hunger? Should we abandon all investments that support beef or dairy production because cattle are among the largest sources of CO<sub>2</sub>? Are animal experiments important for medical progress? Should gambling be legal because it generates a lot of tax revenue? Are alcohol and tobacco permissible as a „pleasure“ goods or should even retailers who offer them be condemned? Should plastic production be outlawed, although plastic is indispensable in many areas of life? Should one generally avoid countries that enforce death penalties such as the US?

Some investors would like to have exclusions that go even further, e.g. airlines, car manufacturers, travel operators, luxury good producers, fastfood chains, softdrikt producers, even banks etc..

There is no generally accepted exclusion standard: Every investor must answer these questions individually.

### **ESG first: Problems with best-in-class approaches**

For fear of under-diversification or “tracking risk” to traditional benchmarks, investments that are the best in their „class“ are often included in a portfolio. But even best-in-class investments may have a relatively poor responsibility profile, such as the „best“ oil producer.

A “best-in-universe” approach does not have this problem. But selecting only best-in-universe stocks would lead to a portfolio which would exclude many market segments and thus reduce diversification. In addition, many ESG data suppliers generate only best-in-class and do not provide best-in-universe scores.

Investing in a single project, bond or stock is typically much riskier than holding a diversified portfolio. Sometimes it is criticized that responsible investment criteria limit the investment universe too much, so that a sufficient diversification can no longer be achieved. But many studies show that good diversification can be implemented with relatively few securities. And in most cases responsible investments are bought only as add-on investments, anyhow.

### **ESG first: The problem of aggregated ESG scores**

And there are other possible problems for responsible investors. If securities are selected according to an aggregated evaluation, e.g. an ESG (Environment, Social, Governance) rating, securities that have a poor score in one of the dimensions E, S or G can be included in a portfolio if they score well in the other dimensions. That is not unusual: Most „responsible“ ETFs use aggregated ESG scores. But for demanding investors it is important to ensure that minimum requirements apply to each score.

Similarly, good projects or good securities, e.g. green bonds, may be initiated or issued by not so good companies who would not be able to receive traditional financing or would have to pay more for it. Consequently responsible investors should rather support good initiatives by good partners (see [Soehholz, Dirk; Frank, Ralf: Responsible investments: Proposal for an operational taxonomy, DVFA Sept. 2018](#)).

### **ESG first or ESG only?**

If the potential investment universe of an active portfolio manager is already small due to many “non-responsible” stock selection criteria, the addition of responsibility criteria (usually referred to as ESG integration) could in fact lead to a measurable reduction in diversification. But traditional security selection criteria such as tracking error limitations to benchmarks, minimum capitalisation and liquidity requirements typically restrict diversification much more than responsibility criteria.

If evidence is analysed correctly, it is difficult to prove that traditional selection criteria have more positive effects on portfolio performance than responsible selection criteria. Indication:

The performance of indices that use (almost) exclusively responsible selection criteria (e.g. SRI or ESG indices), typically is comparable to traditional indices. Such „responsible“ indices can be defined as ESG only or pure ESG. In contrast, active traditional funds rarely outperform traditional indices and therefore will not systematically outperform responsible indices.

There seem to be no serious excuses left not to invest in a „ESG first“ responsible way.

## DIVESTMENTKRITIK: POPULÄRE ABER FALSCH KRIK AN VERANTWORTUNGSVOLLEN GELDANLAGEN (9-2019)

Anlass für diesen Kommentar zum Thema „Divestmentkritik“ ist eine Äußerung von Bill Gates und der Beitrag „Weiter in Klimasünder investieren!“ Von Dennis Kremer aus der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung vom 22. September.

In dem Beitrag von Herrn Kremer heißt es in Bezug auf Kritik von Bill Gates in Bezug auf Divestments bzw. Ausschlüsse von „Klimasündern“ aus Geldanlageportfolios: „Wer abspringt, gibt Einfluss auf und überlässt anderen das Feld.“

Herr Kremer schreibt außerdem: „Zumal auch ein einfacher Grundsatz jeglicher Geldanlage dagegenspricht, nur noch in die umweltfreundlichsten Unternehmen zu investieren: Man hätte am Ende ein viel zu konzentriertes Portfolio ohne jegliche Streuung“.

### **Divestmentkritik: Diversifikation sollte nicht übertrieben werden**

Es stimmt, dass Diversifikation der Geldanlage wichtig ist, um Risiken zu senken. Das gilt für die Streuung über Anlageklassen und innerhalb der Anlageklassen über einzelne Wertpapiere, z.B. Aktien. Allerdings wird die Anzahl der für Diversifikation nötigen Wertpapiere bzw. Aktien meist überschätzt.

Ich habe viel über Diversifikation geschrieben, z.B. [das Diversifikationsbuch](#) und [das Diversifikatorbuch](#), und meine Firma heißt Diversifikator. Trotzdem biete ich ein globales Portfolio mit nur 5 Aktien an, das nach strengen Environmental, Social- und Unternehmensführungs- bzw. Governancekriterien (ESG) zusammengestellt ist („Global Equities ESG S). Das Portfolio rentiert sehr gut, weist aber relativ hohe Schwankungen auf.

Schon ab 15 oder 30 Aktien weltweit kann man sehr nachhaltige Portfolios mit Renditen und Risiken bilden, die ähnlich sind wie sehr breite Weltaktienindizes. Dazu gibt es viel wissenschaftliches Research.

Ich setze das mit dem aus 30 Aktien bestehenden Portfolio Global Equities ESG um. Diese Renditen werden trotz zahlreicher harter Ausschlüsse von Anlagesegmenten und trotz hoher Anforderungen an Umwelt-, Sozial- und Unternehmenskriterien erreicht (siehe <http://prof-soehnhholz.com/regelaenderungen-fuer-2019-die-portfolios-mit-den-wohl-strengsten-esg-anforderungen/>; aktuelle Kennzahlen zu den Portfolios s. [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

## **Divestmentkritik: Lieber Ausschlüsse und Divestments als voraussichtlich wirkungsloses Engagement**

Es macht keinen Sinn, sich an „schlechten“ Unternehmen – nach welchen Kriterien auch immer, zu beteiligen. Selbst den größten Geldanlegern weltweit gehören meist nur sehr geringe Anteile an Unternehmen. Mitbestimmungsmöglichkeiten auf Hauptversammlungen sind sehr begrenzt und „Engagement“ kann zwar zu Veränderungen führen, aber der Prozess ist sehr aufwändig. Man sollte lieber in „gute“ Unternehmen investieren und versuchen, diese noch besser zu machen. Dann müssen schlechte Unternehmen besser werden, um Geld von Anlegern zu halten bzw. neues zu akquirieren (ausführlicher dazu siehe <http://prof-soehnholz.com/taxonomie-verantwortungsvoller-geldanlagen-praxisorientierter-vorschlag/>).

## **Divestmentkritik: Grundproblem ist die falsche Benchmarkhörigkeit vieler (institutioneller) Anleger**

Das Grundproblem ist meiner Ansicht nach, dass sich zu viele (Groß-)Anleger und Portfoliomanager viel zu eng an breit gestreuten Indizes mit oft tausenden von Wertpapieren orientieren. Um die Abweichungen, den sogenannten Tracking Error zu den Indizes, gering zu halten, wollen sie möglichst viele Großunternehmen aller Branchen in ihren Portfolios halten. Finanztheoretisch ist das Quatsch und ein klarer Fall von Überdiversifikation (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/>).

Gerade ein entwickeltes und mittelständisch geprägtes Land wie Deutschland sollte auch bei der Geldanlage nicht nur auf die größten internationalen Großunternehmen aus den verbreitetsten Indizes setzen, sondern Gelanlagen in die „besten“ Unternehmen fördern. Dabei ist es sogar gut, wenn „beste“ unterschiedlich definiert wird, damit nicht alles Geld den gleichen Unternehmen zufließt.

Was man bei aller Kritik and Divestmentkritik allerdings wirklich vermeiden sollte, sind einseitige Investments in sehr enge Themen. Man sollte also nicht unbedingt nur 100% in Wind- oder Solarenergie investieren. Außerdem sollte man natürlich auch bei breiter gestreuten ESG Investments, die auch die Dimensionen Soziales und Unternehmensführung beachten, auf die Kosten achten. Nur in wenige teure Projekte oder geschlossene Fonds zu investieren, ist nicht anzuraten.

## **EU KLIMAINDIZES UND ESG INDEXVERORDNUNG: OFFIZIELLES GREENWASHING? (6-2019)**

### **Regulierung kann gut sein**

Ich bin durchaus für Regulierung, wenn der Markt versagt. Das gilt zum Beispiel für die sehr begrüßenswerte Forderung nach vollständiger Kostentransparenz (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu/>).

Bis 2018 wurden deutschen Privatanleger nur wenige „verantwortungsvolle“ Geldanlageprodukte angeboten. Das ändert sich aber gerade (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/esg-ueberall-aktuelle-esg-news-esg-research-robo-news-und-mehr/>).

Ich erwarte aber erhebliche Anbieterwiderstände, weil bisher nur ein sehr geringer Anteil von Geldanlagen konsequent verantwortungsvoll ist (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/esg-paradox-einfach-zu-verkaufen-und-trotzdem-nicht-angeboten/>).

Deshalb finde ich es nicht schlecht, dass Privatanleger künftig wahrscheinlich explizit gefragt werden müssen, ob sie nachhaltig bzw. verantwortungsvoll anlegen wollen. Dafür ist jetzt alles vorbereitet (siehe [TEG interim report on climate benchmarks and benchmarks‘ ESG disclosures](#) vom 18.6.2019, S. 32). Trotzdem können Berater Anlegern ja durchaus sagen, dass verantwortungsvolle Anlagen zu Rendite- oder Risikonachteilen haben, z.B. durch höhere Kosten oder geringere Diversifikation, auch wenn Renditen oder Risiken eher besser sind (siehe [hier](#)).

Die geplante Klima- und ESG-Benchmarkregulierung der EU geht aber meines Erachtens in die falsche Richtung.

### **Zwei neue offizielle Klimaindizes**

Auf Seite 8 werden die Ziele des EU Kommissionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstum in Bezug auf Benchmarking genannt: Erstens die Schaffung zweier Klimabenchmarks und zweitens die Schaffung von ESG-Transparenz aller Investmentbenchmarks.

Der Report führt vier Ziele der Benchmarks auf (TEG Interim Report s.o. S. 8). Zwei davon werden von den meisten traditionellen Benchmarks auch erfüllt: Basis für passive Investmentstrategien und Hilfsmittel für strategische Asset Alloaktionen. Die anderen zwei Ziele sind „Performance Benchmarks for Greenhouse-Gas Emission Related Strategies“ und „Engagement Tools“ zu schaffen.

Die Expertengruppe schlägt dafür zwei neue offizielle Benchmarks vor. Eine der Benchmarks ist „strenger“ als die andere, z.B. in Bezug auf die Carbon Intensity Reduction im Vergleich zum investierbaren Universum: Die EU Climate Transition Benchmark (EU CTB) erfordert 30%, die EU Paris Aligned Benchmark (EU PAB) 50% Reduktion.

### **Willkürliche Gestaltung der EU Klimaindizes**

In dem 67Seiten-Dokument wird detailliert beschrieben, welche Anforderungen diese Indizes erfüllen müssen. Einige der Vorgaben hören sich für mich willkürlich an: Warum werden die sogenannten Scope 3 Emissionen (also die von nicht-Energie-Lieferanten und solche in Bezug auf Transport, Handel etc.) nicht sofort, sondern erst nach zwei bis vier Jahren berücksichtigt? Und warum wird eine 7% p.a. „Selbstdekarbonisierung“ der Benchmarks genutzt und nicht eine höhere?

Positiv an der Indexrichtlinie ist dagegen, dass ihre detaillierten Vorgaben zur Standardisierung der CO2 Messung beitragen kann (S. 39ff, z.B. S. 42 zu Mehrfachzählungen).

## **EU Klimaindizes sind überflüssig**

Mein Hauptkritikpunkt ist, dass die Klimaindizes überflüssig sind. Schon heute kann zumindest für börsennotierte Investments relativ einfach festgestellt werden, wie CO2-intensiv ein Investmentportfolio ist. Es gibt zahlreiche Dienstleister, die das berechnen können. Gerade Großanleger können also problemlos feststellen, ob Sie bei 70% oder 50% im Vergleich zum Investmentuniversum sind. Sie können auch heute schon den Auftrag an ihre Asset Manager geben, ihre Portfolios entsprechend aufzustellen.

Für Privatkunden ist das noch nicht so einfach. Das wird sich aber wahrscheinlich auch ohne die EU Indexregulierung ändern, wenn das „Fridays for Future“ Interesse anhält.

## **EU Klimaindizes: Offizielles Greenwashing durch die EU?**

Anleger, die Geld in ein EU Klimaindex-Produkt anlegen, sollten davon ausgehen können, CO2-neutrale Investments zu tätigen. Das ist bei den beiden Indizes aber keineswegs der Fall.

Im Gegenteil: Ganz saubere Indizes wie Cleantech-Indizes werden sogar ausgeschlossen (S. 37/38), die EU-Klimaindizes nutzen keine klimarelevanten Ausschlüsse (S. 51ff), CO2-intensive Sektoren müssen sogar in den Indizes enthalten sein (S. 49) und der Finanzsektor wird als „low-carbon“ klassifiziert, auch wenn er „dreckige“ Anbieter finanziert bzw. versichert (S. 50).

Das sieht nach Greenwashing mit EU Stempel aus, also ganz falsch.

Und für das vierte Ziel der EU-Klimaindizes „Engagement“ braucht man auch keine EU Indizes. In dem 67Seiten Dokument wird nicht erklärt, wie Engagement durch die Nutzung der EU Indizes gefördert wird. Meines Erachtens gibt es genug privatwirtschaftliche Engagement-Möglichkeiten, zumindest für Assetmanager und institutionelle Anleger.

## **Die ESG Indexregulierungsvorschläge sind auch nicht gut**

Ich finde es richtig, die Nutzung verantwortungsvolle Indizes zu fördern (s. <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/>). Es gibt zwar schon zahlreiche ESG- und SRI-Indizes, die allerdings meist wenig strikt sind (s. <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/>). Es kann nicht schaden, wenn die EU die Transparenz für solche Indizes erhöhen will (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/haben-fondsanbieter-angst-vor-reportingtransparenz/>).

Die Expertengruppe ist sich durchaus bewusst, dass die Einhaltung ihrer teilweise ziemlich detaillierten Index-Vorgaben zu höheren Kosten von ESG-Indizes führen kann (S. 14). Das liegt auch an der quartalsweisen Aktualisierungspflicht (S. 27). Ich finde es deshalb



grundsätzlich gut, dass alle Indizes, also auch „traditionelle“, künftig die ESG-Reportingpflichten erfüllen sollen. Allerdings darf für Indexanbieter auch Non-Disclosure gewählt werden (S. 28). Das wird sich aber vermutlich nachteilig auf die Vermarktungschancen für die Non-Disclosure Indizes bzw. die darauf beruhenden Produkte auswirken.

Gut finde ich auch, dass E, S und G Scores künftig, zumindest auf Indexebene, separat ausgewiesen werden sollen. So kann eine gute „aggregierte“ Unternehmensführung nicht mehr ganz so einfach ein schlechtes soziales oder ökologisches Profil kompensieren.

### **EU Klimaindizes und ESG-Indizes: Irreführung von Anlegern?**

Allerdings müssen keine E, S oder G Mindestscores für die Indexbestandteile ausgewiesen werden. So ist es immer noch möglich, dass einzelne Indexbestandteile keine oder sehr schlechte E, S oder G Ratings haben. Von Privatanlegern kann nicht erwartet werden, dass sie das verstehen.

Ich kann auch nicht nachvollziehen, warum dann einzelne Elemente, die typischerweise in E, S und G Scores enthalten sind, zusätzlich separat berichtet werden müssen (Details für Aktien siehe Seite 19/20). Damit meine ich z.B. „average degrees of board independence and diversity“ (G), „number of companies with social violations“ (S), „high emitting sector exposure“ und mehrere andere Kriterien aus dem Bereich Environment.

Außerdem sind bei den ESG- wie schon bei den Klimaindizes keinerlei Ausschlüsse vorgesehen. Nur die Anteile der Unternehmen aus den Bereichen Kontroverse Waffen und Tabak müssen separat ausgewiesen werden. Dass zum Beispiel Öl- und Kohleproduzenten oder Alkoholhersteller ohne Restriktion in „verantwortungsvollen“ Indizes enthalten sein dürfen, ist Privatanlegern wohl auch nur sehr schwer zu erklären.

### **Regulierungsvorschläge für EU Klimaindizes und ESG erschweren gute Anlageberatung**

Mit dieser komplexen Regulierung wird eine gute Anlageberatung eher schwerer als leichter. Die Vereinheitlichung der CO<sub>2</sub>-Fußabdruck Berechnung und Mindeststandards für E, S und G-Scores sind zwar gut. Die komplexen Detailregeln mit den vielen Ausnahmen erschweren aber die Anlegerberatung in Bezug auf nachhaltige Anlagen. Das kann dazu führen, dass das Potential nachhaltiger Geldanlagen gehemmt wird. Das ist kontraproduktiv.

### **Besser als die EU Klimaindizes: Meine 4 Vorschläge**

1. Ersatzloser Verzicht auf eigene EU Klimaindizes
2. Überarbeitung der Anforderungen in Bezug auf ESG und CO<sub>2</sub> Reporting: Es sollte reichen, wenn E, S und G auch von traditionellen Indizes separat ausgewiesen und Mindestscores transparent gemacht werden. Dazu sollte informationshalber noch ein durch die EU definierter CO-Fußabdruck berechnet werden. Dafür sollten Scope 3 Emissionen aber sofort und eindeutig berücksichtigt werden. Alle anderen vorgeschlagenen Reportings sollten entfallen.

3. Die EU kann zusätzlich eine Liste von eindeutig definierten Ausschlußsegmenten erstellen, auf die sich Indizes beziehen können. Es sollten aber nur 100%-Ausschlüsse genannt werden dürfen.
4. Die Anforderungen unter 2 und 3 können auf alle (liquiden) Geldanlageportfolios ausgeweitet werden, sollten also nicht nur für Indizes gelten.

## SICHERE GELDANLAGE MIT NACHHALTIGEN AKTIEN? (3-2021)

Sichere Geldanlage: Finanzfeed hat vor Kurzem zu einer Blogparade zu diesem Thema aufgerufen. Inzwischen sind in einem Geldmagazin ([geldmag](#)) über [40 Beiträge dazu veröffentlicht worden](#). Hier ist meiner:

Sichere Geldanlage mit null Risiko und positive Rendite: Das ist Wunschdenken. Für langfristig orientierte Anleger gibt es aber durchaus Investments mit guten Renditechancen und geringen Verlustrisiken. Mein Favorit: Ein streng nachhaltiges Aktienportfolio. Bevor ich das erkläre, gehe ich kurz auf andere Geldanlagemöglichkeiten ein:

1. Für Tagesgeld gibt es bei europäischen Banken mit Einlagensicherung aktuell selten mehr als 0,2% Zins pro Jahr. Für einjähriges Festgeld liegt der aktuelle Zins bestenfalls bei 0,8% pro Jahr. Das ist weniger als die erwartete Inflation und führt deshalb wahrscheinlich zu Kaufkraftverlusten.
2. Viele Investoren sahen bisher Anleihen als sichere Anlagen an. Für neue Anleihen werden aber selbst bei langen Laufzeiten kaum noch Zinsen gezahlt. Dafür werden Anleihepreise sinken, wenn Zinsen steigen, wie von vielen Experten erwartet wird. Für Anleihen von riskanten Emittenten werden zwar durchaus attraktive Zinsen gezahlt. Allerdings sind Verlustrisiken dabei vor allem in Krisenzeiten sehr hoch. Viele Großanleger reduzieren deshalb ihre Anleihequoten.
3. Immobilieninvestments galten bisher ebenfalls als ziemlich sicher. Allerdings gab es viele Jahre, in denen mit Immobilien Geld verloren werden konnte. Immobilien sind zudem meist teuer. Außerdem können Immobilien gerade in Krisenzeiten oft nicht schnell verkauft werden (vgl. [Sind Vermietungsimmobilien attraktive Vermögensanlagen? – Gerd Kommer Invest \(gerd-kommer-invest.de\)](#) und [Die Rendite von Investments in Immobilien \(gerd-kommer-invest.de\)](#)).
4. Gold ist auch nicht sicher und hat auch nur selten positive Renditen (vgl. [Gold als Investment – braucht man das? – Gerd Kommer Invest \(gerd-kommer-invest.de\)](#)).

Sichere Geldanlage: Von den großen Anlageklassen bleiben damit nur noch Aktien übrig. Natürlich sind Aktienanlagen riskant. Das hat das Jahr 2020 mit zwischenzeitlichen Kursverlusten von 30% und mehr gezeigt. Andererseits haben Anleger in länder- und branchengestreuten Aktienportfolios auf längere Sicht nur selten Geld verloren.

Das kann man sehr einfach selbst prüfen. Auf [MY PORTFOLIO – Portfolio Charts](#) kann man zum Beispiel ein Portfolio aus 50% US und 50% europäischen Aktien anlegen. Die sogenannte Heat Map zeigt, wie viele Jahre man gebraucht hätte, um inflationsbereinigt Geld zu verdienen. Bei den meisten Startjahren wäre das schon nach einem Jahr der Fall. Selbst wenn man direkt vor der (Immobilien-) Finanzkrise Anfang 2008 mit der Aktienanlage angefangen hätte, wäre man im 6. Jahr wieder im positiven Bereich gewesen.

Ich investiere deshalb fast nur noch in Aktien (vgl. [hier](#)). Dabei nutze ich nur die nachhaltigsten Aktien oder ETFs. Mein in 2015 gestartetes ESG ETF-Portfolio hat eine ziemlich gute Performance (vgl. [www.diversifikator.com](#) und [hier](#)). Obwohl ich nur die am strengsten nach Environmental, Social und Governancekriterien (ESG) ausgerichteten ETFs nutze, enthält das Portfolio relativ viele Wertpapiere, die ich nicht für besonders nachhaltig halte.

Deshalb habe ich 2016 eigene konsequent verantwortungsvolle Portfolios aus Aktien entwickelt (vgl. [Das Diversifikator Buch](#)). Obwohl ich viele Branchen, Länder und Einzelaktien ausschließe, ist die Performance der Portfolios attraktiv. Das Portfolio aus meinen 5 Nachhaltigkeitsfavoriten (Global Equities ESG S) hat bisher sogar die beste Rendite gehabt. Allerdings weist es auch hohe zwischenzeitliche Verluste auf. Schon mit den 30 nachhaltigsten Aktien (Global Equities ESG) erreiche ich bisher ähnliche Renditen und Risiken wie ein sehr breit gestreuter traditioneller Weltaktien-ETF.

Selbst das nur auf besonders nachhaltige Marktsegmente wie Gesundheit und erneuerbare Energien konzentrierte Portfolio ([Global Equities ESG SDG](#)) hat seit 2017 ein vergleichbares Rendite-Risikoprofil. Am besten läuft aktuell das auf diese Marktsegmente ausgerichtete ETF-Portfolio ([SDG ETF-Portfolio](#)), das im schwierigen Jahr 2020 fast 18% Plus gemacht hat.

Ob das auch künftig so sein wird, weiß ich natürlich nicht. So denken manche Anleger, dass nachhaltige Aktien überwertet sind. Ich meine, dass die Trends zu mehr Aktieninvestments und speziell zu nachhaltigen Geldanlagen noch ziemlich am Anfang stehen. Für mehr Aktieninvestments sprechen die immer noch enormen Giro-, Spar-, Tagesgeld- und Anleiheanlagen.

Schon heute erfolgt ein großer Teil der Aktieninvestments in sogenannte nachhaltige Geldanlagen. Wenn man analysiert, welche Wertpapiere bzw. Portfolios als nachhaltig gelten, wird man oft enttäuscht. Das ist nachvollziehbar. Aktive Fondsmanager haben sehr viele Kriterien, nach denen sie Aktien selektieren. Nachhaltigkeitskriterien stehen dabei meistens klar im Hintergrund. Und nachhaltige ETFs sollen vor allem breit gestreut sein. Deshalb enthalten sie meist Unternehmen aus kritischen Ländern und Branchen, die man als streng nachhaltiger Anleger nicht in seinem Portfolio haben möchte. Durch Regulierungsänderungen und Druck von Anlegern werden diese Portfolios aber künftig wahrscheinlich strenger werden müssen. Aus diesen Gründen sehe ich viel Potenzial für fokussierte Portfolios aus streng nachhaltigen Aktien. Für Anleger mit einem Anlagehorizont von mehreren Jahren ist das meiner Meinung nach eine ziemlich sichere Geldanlage.

## VERANTWORTUNGSVOLLE INVESTMENTS IM VERGLEICH: SRI ETFs SIND BESSER ALS ESG ETFs (12-2018)

Bis vor Kurzem hat sich kaum jemand für sogenannte verantwortungsvolle Investments interessiert. Jetzt liest oder hört man fast jeden Tag etwas darüber und das nicht nur in der Fachpresse. Verantwortungsvolle Investments sind offenbar „in“. Das Problem ist, dass es keine anerkannte Definition von „verantwortungsvoll“ gibt. Manche Produkthanbieter machen es sich leicht und bezeichnen Produkte als verantwortungsvoll, nur weil diese keine Produzenten von Streubomben enthalten. Sehr strenge Nachfrager schließen dagegen grundsätzlich alle gewinnorientierten Angebote aus und suchen nur nach gemeinnützigen Investments.

### **Greenwashing muss verhindert werden**

Im Folgenden detailiere ich einen Vorschlag, der Greenwashing, also die Vermarktung „normaler“ Investments als nachhaltig, reduzieren soll. Gewinnorientierte Investments werden aber grundsätzlich zugelassen. Die Grundannahmen sind: Es ist falsch, verantwortliches Investieren zu suggerieren, wenn das nicht auch nach kritischen Maßstäben zutrifft. Es ist aber auch nicht hilfreich, verantwortungsvolle profitorientierte Investments auszuschließen.

### **Basis: Klassifizierung der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA)**

In dem DVFA Dokument „Verantwortungsvolle Investments: Vorschlag einer praxistauglichen Klassifizierung“ (siehe [hier](#)) wird eine mögliche Taxonomie vorgestellt. Ich nutze diese Klassifikation, um unterschiedliche angeblich verantwortungsvolle Produktangebote miteinander zu vergleichen. Dabei liegt der Fokus auf liquiden und vor allem auf günstigen Anlagen, die auch privaten Anlegern offenstehen, also vor allem Aktien-ETFs (Exchange Traded Funds).

### **Aktuell gibt es etwa 70 verantwortungsvolle ETFs**

Der Vergleich bezieht sich auf die knapp 70 verantwortungsvollen und islamischem Aktien-ETFs, die heute in Deutschland angeboten werden (siehe z.B. [hier](#)). Der Ansatz ist aber auch für Unternehmensanleihe-ETFs und sogenannte aktive Fonds nutzbar. Bisher habe ich noch keinen überzeugenden Verantwortlichkeitskonzeptvergleich solcher Angebote gesehen.

### **"Impact" ist für verantwortungsvolle Investments nicht unbedingt nötig**

Die verantwortungsvollsten Geldanlagen wären natürlich solche, die ausschließlich verantwortungsvolle Ziele verfolgen. Spenden sind dabei nicht als Geldanlagen zu werten, schließlich wird kein Geld zurückgezahlt. Sogenannte Impactinvestments zielen typischerweise in erster Linie auf „verantwortungsvolle“ Verbesserungen ("Impact"). Anleger erwarten dabei

mindestens die Rückzahlung der Geldanlage aber meist auch eine zusätzliche Rendite unterhalb von vergleichbaren traditionellen Anlagen.

ETFs investieren aber in klassische Aktien. Die in solchen Fonds enthaltenen Aktiengesellschaften wurden gegründet und werden weiter betrieben, um Profit zu erwirtschaften. Impact-Ziele, wie sie in den Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen (siehe [hier](#)) formuliert werden, verfolgende Aktiengesellschaften typischerweise nur, wenn sie den Profit nicht beeinträchtigen.

### **„Renewables“-Fonds sind nicht immer verantwortungsvolle Investments**

Impact-Portfolios, die in traditionelle Aktien investieren, selektieren typischerweise Sektoren wie erneuerbare Energien. Das macht die Bestandteile des Portfolios bzw. das Portfolio aber nicht unbedingt „verantwortungsvoller“ als andere Portfolios. So können Unternehmen aus diesem Sektor sehr unsozial sein und eine sehr schlechte Unternehmensführung aufweisen.

Theoretisch könnte ein Renewables-Unternehmen sogar nur Energie für „unerwünschte“ Marktsegmente wie die Rüstungs-, Tabak- oder Alkoholbranche produzieren. Impact wird daher für Aktien nicht zur Beurteilung der Striktheit verantwortungsvoller Investments genutzt. Ein Impact ETF ist daher nicht unbedingt nachhaltiger als ein anderer "verantwortungsvoller" ETF.

Bei geschlossenen Fonds, die Projekte und nicht kommerzielle Aktiengesellschaften finanzieren, kann das Impactkriterium dagegen sehr wichtig für die Beurteilung des Grades der Verantwortlichkeit eines Investments sein.

### **Teilweise recht lange Ausschlußlisten**

Verantwortungsvolle ETFs nutzen vor allem Indizes von anerkannten Indexanbietern wie MSCI aber auch Dow Jones und Solactive. Wenn man die Anzahl von Ausschlußsegmenten als Beurteilungskriterium nutzt, sind die MSCI SRI (Socially Responsible Investment), MSCI Islamic und der MSCI KLD 400 Index die strengsten, denn sie schließen 7 Segmente aus. Bei den MSCI ESG Indizes werden vier bis fünf Segmente ausgeschlossen. Der Dow Jones Sustainability Index nutzt keine Ausschlüsse aber der ETF auf den Index verwendet 5 Ausschlusssegmente. Der MSCI Impact-Index nutzt zwei Ausschlüsse und die Solactive Indizes schließen meines Verständnisses nach keine Sektoren aus.

Wenn man die ETFs nach Zahl der Ausschlüsse beurteilt, sind die MSCI SRI, Islamic und der KLD 400 Index also am strengsten.

### **Ausschluß ist nicht gleich Ausschluß**

Beim Vergleich berücksichtige ich nicht, ob die Ausschlußsegmente gleich breit definiert sind: Ein Streubombenausschluss zum Beispiel ist natürlich etwas anderes als der Ausschluß aller Arten von Waffen. Ich vernachlässige auch, ob es sich um 100% Ausschlüsse handelt oder ob Toleranz zulässig ist, also ob x% der Umsätze mit einem „Ausschlußsegment“ akzeptiert

werden. Dabei wird auch nicht berücksichtigt, ob sich die Ausschlüsse nur auf das Unternehmen direkt beziehen oder auch auf den Handel mit Waren des Unternehmens oder seine Lieferanten. Vereinfacht gehe ich also davon aus, dass mehr Ausschlüsse besser sind.

Ich habe die Performances der unterschiedlichen Indizes nicht systematisch miteinander verglichen, aber die Performance des ältesten Indexes, des KLD 400 Index, ist ziemlich gut (siehe [hier](#)). Ähnliches gilt meines Wissens auch für die überwiegende Zahl der SRI Indizes. Auch die Diversifikation dieser Indizes scheint ausreichend zu sein, wie man an den relativ guten Risikokennzahlen sieht.

### **Relativ geringe Anforderungen an ESG Kriterien**

Dem oben genannten DVFA Dokument zufolge kann man verantwortungsvolle Produkte zudem danach klassifizieren, wie die Minimumanforderungen an die Kriterien Umwelt (E), Soziales (S) und Unternehmensführung (G) sind.

Keiner der den in Deutschland öffentlich angebotenen ETFs zugrunde liegenden Indizes verlangt individuelle Minimumratings der Kategorien E, S oder G. Das wird aber von der DVFA vorgeschlagen, weil in einem aggregierten ESG-Score bzw. Rating ein schlechtes Rating für eine Kategorie, z.B. Umwelt, durch ein gutes Scoring in einer anderen, z.B. Unternehmensführung, kompensiert werden kann (zu ESG Ratings siehe auch [hier](#)).

### **Best-In-Class ist unzureichend**

Außerdem fordert die DVFA die Nutzung von Best-in-Universe Absätzen, d.h. die E, S und G Ratings müssen zu den besten des Anlageuniversums gehören, also bei einem globalen Aktienportfolio alle Aktien weltweit umfassen. Das unterscheidet sich von dem sogenannten „Best-in-Class“ Ansatz, bei dem z.B. die fossilen Energieproduzenten mit den besten ESG Ratings im Portfolio auftauchen können.

Bei Best-in-Class Ansätzen oder der Nutzung aggregierter ESG-Scores könnten Anleger „Umweltsünder“, „Sozialsünder“ oder „Governancesünder“ in ihren angeblich verantwortungsvollen Portfolios finden. Für "normale" verantwortungsvolle Anleger ist das aber weder verständlich noch akzeptabel.

Die ESG und die Islamic Indizes von MSCI haben keine ESG-Mindestanforderungen. Die SRI, KLD und Impact Indizes von MSCI verfolgen dagegen zumindest Best-in-Class Ansätze.

Für Anleger, die keine "nicht-verantwortungsvollen" Überraschungen im Portfolio finden wollen, ist daher keiner der o.g. Indizes bzw. ETFs geeignet.

### **Keine direkten Stimmrechtsausübungen**

In dem Dokument der DVFA wird auch das Thema Stimmrechtsausübung angesprochen. Grundannahme ist, dass Anleger ihr Geld lieber in „gute“ als „schlechte“ Unternehmen investieren sollten. Dadurch, dass gute Unternehmen „belohnt“ werden hoffen sie, dass

„schlechte“ Unternehmen sich verbessern müssen, wenn sie künftig Anlegergelder haben wollen.

Einige Anbieter sogenannter verantwortungsvoller Investments argumentieren anders: Sie behaupten, dass bei „schlechten“ Unternehmen einfacher, kostengünstiger und/oder schneller Verbesserungen von ESG Kriterien zu erreichen sind. Dazu wollen diese Anbieter mit den Stimmrechten der von ihnen gehaltenen Unternehmensanteile auf diese Unternehmen einwirken. In dem DVFA-Papier wird eine andere Auffassung vertreten: Auch „gute“ Anbieter können weiter verbessert werden.

Großanleger argumentieren manchmal, dass sie durch ihre Anlagebedingungen mehr oder weniger gezwungen sind, in den breiten Markt zu investieren (zur Kritik an sogenannten Tracking Error Vorgaben siehe z.B. [hier](#)). Das bedeutet, dass sie auch in wenig verantwortungsvolle Unternehmen investieren müssen. Dafür möchten sie, dass ihre teils erheblichen Stimmrechtsanteile verantwortungsvoll ausgeübt werden.

Aus den Indexregeln der in Deutschland angebotene ETFs kann ich keine Vorgaben zur Stimmrechtsausübung entnehmen. Anbieter von ETFs behaupten zwar, dass sie ihre Stimmrechte verantwortungsvoll ausüben, aber das wird manchmal als unzureichend kritisiert (siehe z.B. [hier](#)).

### **Datenanbieter sind nicht kritisch**

Die ETFs basieren vor allem auf drei Indexanbietern. MSCI nutzt sein eigenen ESG-Daten. Hinter Dow Jones und Solactive stehen Anbieter wie Robeco, Oekom und Arabesque.

Ich kenne keine überzeugende öffentliche Untersuchung, welche die Über- oder Unterlegenheit diverser ESG-Ratingansätze zeigt. Hier gibt es m.E. noch Forschungsbedarf.

Meines Wissens erfüllen alle diese Anbieter die im DFVA-Papier genannten Mindestanforderungen: Nutzung von mindestens je 10 E, S und G Kriterien und Abdeckung von mindestens einem Viertel der Kapitalisierung des jeweiligen Marktes mit mindestens einmal jährlicher systematischer Überprüfung.

### **Kombination der Kriterien ist sinnvoll**

Grundsätzlich ist eine Kombination der Kriterien sinnvoll. So bietet meine Firma Diversifikator ([www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) ein sogenanntes Öko-ESG-Portfolio an, das nur Aktien aus einem SDG-Segment (Impact) aufnimmt, 10 Ausschlusssegmente berücksichtigt (was in diesem Fall

einfach ist aber was für alle ESG-Portfolios von Diversifikator gilt) und das Mindestanforderungen für E, S und G Ratings separat nutzt.

### **DVFA Ansatz ist praxistauglich**

Mir erscheint die DVFA Klassifikation sehr praxistauglich zu sein. Bei Nutzung dieser Taxonomie sollten diese Ziele erreicht werden können:

- 1) Verantwortungsvolle Investments allgemeinverständlich machen.
- 2) „Greenwashing“ vermeiden/reduzieren.
- 3) Unterschiedliche verantwortungsvolle Investments nach ihrer "Strenge" differenzierbar machen.

Allerdings bin ich als Verfasser des DVFA-Dokumentes und Anbieter streng verantwortungsvoller Portfolios (Performance etc. siehe [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) natürlich nicht unbefangen. Kritik ist definitiv erwünscht.

### **ESG-RATINGS: KRITIK AN FLOSSBACH KRITIK (10-2018)**

ESG-Ratings sind systematische Environmental, Social und Governance Beurteilungen von Wertpapieren. Im aktuellen Anlegerrundbrief kritisiert Bert Flossbach von Flossbach von Storch solche Ratings. Er kritisiert vor allem drei Punkte: Unklare Definitionen, Intransparenz und Unzulänglichkeit der Ratings für Anlageentscheidungen.

#### **Unklare Definitionen?**

Richtig ist, dass es bisher keine anerkannten Definitionen von Nachhaltigkeit oder ESG gibt. Die EU hat extra eine Expertenkommission eingesetzt, um das zu ändern. Es gibt aber bereits Vorschläge für praxistaugliche Klassifikationen (siehe DVFA).

Ich stimme Herrn Flossbach zu, dass „Nachhaltigkeit“ und verwandte Begriffe zu häufig für das Marketing genutzt werden, ohne dass solche Angebote einigermaßen strengen Nachhaltigkeitsanforderungen genügen („Greenwashing“).

Eine verlässliche und praxistauglich, d.h. nachprüfbar Taxonomie ist daher wichtig, um Greenwashing zu verhindern (siehe DVFA).

#### **Hohe Transparenz von ESG-Ratings**

Herr Flossbach kritisiert zudem, dass es zwar eine ganze Reihe von sogenannten Nachhaltigkeitsscores oder ESG-Ratings gibt, aber diese intransparent seien. Diese Kritik muss meines Erachtens differenziert werden. Professionelle ESG-Ratinganbieter wie Sustainalytics und Thomson Reuters, mit denen ich bereits gearbeitet habe, legen ihre Ratingkriterien transparent offen. Allerdings kann ich die ESG-Ratings selbst als Kunde solcher Anbieter nicht unbedingt nachrechnen, wenn ich keinen vollständigen Zugriff auf alle Detailbestandteile der



Ratings habe. Diese Ratinganbieter haben jedoch sehr viele professionelle Kunden weltweit, die die Ratings hinterfragen und so helfen, die Ratings zu verbessern.

Ich habe noch nicht viele gute wissenschaftliche Studien zum Qualitätsvergleich von ESG-Ratings gesehen (siehe hier<sup>110</sup>). Ich habe den Eindruck, dass professionelle Ratingagenturen in Bezug auf besonders gute Unternehmen und besonders schlechte Unternehmen oft übereinstimmen.

Etwas anders sieht es mit sogenannten internen ESG-Scorings aus. Produkthanbieter, die eigene ESG-Ratings vornehmen, sind selten so transparent wie professionelle Verkäufer von ESG-Scores. Ausserdem beurteilen sie meist weniger Unternehmen und nutzen auch weniger ESG Kriterien.

Aber auch hier Bedarf es der Differenzierung: ESG-Produkthanbieter mit institutionellen Kunden müssen diesen in der Regel eine sehr gute ESG-Ratingqualität und Transparenz bieten, um ihre Produkte verkaufen zu können. Retailprodukthanbieter unterliegen dagegen meist sehr viel geringeren Anforderungen.

### **ESG-Ratings sind für Anlageentscheidungen geeignet**

Herr Flossbach kritisiert auch, dass ESG-Scores für Anlageentscheidungen genutzt werden. Das sehe ich anders.

Dabei unterscheide ich drei Gruppen von Anbietern:

1. Anbieter diskretionärer Portfolios, die nicht voll regelbasiert arbeiten.
2. Anbieter regelbasierter Portfolios, die auch ESG-Kriterien nutzen, z.B. sogenannte quantitative Assetmanager (Quants) oder Multi-Faktor ETF-Anbieter.
3. Anbieter regelbasierter Portfolios, die ganz überwiegend ESG-Kriterien nutzen, wie ESG-ETF-Anbieter und mein Unternehmen Diversifikator (PureESG).

Alle Portfoliomanager treffen Entscheidungen über Aufnahme und Gewichtung von Wertpapieren in Portfolios. Diese erfolgen für Gruppe 1) nicht vollkommen regelbasiert bzw. systematisch.

Gruppen 2) und 3) treffen dagegen systematische Anlegeentscheidungen, oft aufgrund von sogenannten „Scores“.

Ich kenne keine überzeugenden Untersuchungen die zeigen, welche der drei aufgeführten Strategien bzw. Investmentphilosophien eine bessere Performance generiert. Zwar schneiden passive Fonds (Gruppe 2 und 3) meist besser ab als aktive Fonds (Gruppe 1), allerdings liegt

---

<sup>110</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3212685](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3212685)

das vor allem an den niedrigeren Kosten der oft als Indexfonds oder ETFs angebotenen regelbasierten Strategien.

Andererseits gibt es noch weniger Indikationen, dass voll regelbasierte Portfolios schlechter performen als diskretionäre. Insbesondere nach reinen ESG-Kriterien selektierte ESG-ETFs schneiden typischerweise nicht schlechter ab als vergleichbare traditionelle ETFs (siehe z.B. hier<sup>111</sup>).

Ähnliches lässt sich für PureESG Portfolios von Diversifikator im Vergleich zu traditionellen ETFs zeigen. Dabei scheint es nicht entscheidend zu sein, welcher ESG-Ratinganbieter genutzt wird oder wie streng die ESG-Kriterien sind.

So verwendet Diversifikator besonders viele Ausschlüsse und schließt Titel unabhängig von ihrer Branche aus, wenn sie nicht gewisse Mindestanforderungen genügen („Best in Universe“ Ansatz) und erzielt trotzdem ganz überwiegend attraktive Performances.

### **Anderes Fazit: ESG-Ratings sind hilfreich**

Es ist wünschenswert, wenn eine klare Taxonomie kommt und sich die Transparenz von ESG Ratings weiter erhöht. Während Flossbach für diskretionäre Portfolioansätze mit umfassenden Selektionskriterien plädiert, spricht meines Erachtens alles dafür, konsequent nachhaltig anzulegen, und zwar vorzugsweise in günstige Produkte, selbst wenn sie einen strengen puren ESG Ansatz verfolgen, also nur ESG-Scores für die Wertpapierselektion nutzen (siehe auch hier<sup>112</sup>).

## WEDER GREENWASHING NOCH GREENBASHING: KRITIK AN FLOSSBACH KRITIK (2-2019)

Harsche Kritik an verantwortungsvollen Investments nenne ich Greenbashing. Greenwashing ist die Vermarktung von „normalen“ Investments als besonders verantwortungsvoll. Beides schadet der Geldanlagebranche.

Anlass für diesen Beitrag ist eine Rede des von mir sehr geschätzten Herrn Flossbach von dem sehr erfolgreichen Vermögensverwalter Flossbach von Storch. Diese Rede wurde Ende Januar auf dem Fondsprofessionell-Kongress in Mannheim gehalten. Sie wurde von den zahlreich erschienen Vermögensverwaltern und Anlageberatern mit überwiegender Zustimmung aufgenommen. Inzwischen hat auch die FDP eine ähnliche Analyse bzw. Kommentare wie Herr Flossbach [veröffentlicht](#). Ich stimme einigen Aspekten der Kritik zu, halte andere aber für falsch.

### **Für Langfristanleger ist ökonomische Nachhaltigkeit am wichtigsten**

---

<sup>111</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-interessante-veroeffentlichungen/>

<sup>112</sup> <http://prof-soehnholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/>

Dieser These von Herrn Flossbach stimme ich zu. Bei der Geldanlage geht es in erster Linie um eine gute langfristige Rendite. Herr Flossbach ist sich dabei ziemlich sicher, wie ökonomische Nachhaltigkeit bestimmt werden kann. Andere Vermögensverwalter scheinen ökonomische Nachhaltigkeit aber anders zu definieren oder für nicht so wichtig zu halten. Oder wie sonst ist es zu erklären, dass professionelle Geldanlageportfolios/Fonds im Durchschnitt regelmäßig schlechter abschneiden als passive Benchmarks?

Andererseits zeigen zahlreiche [Studien](#), dass sozial und ökologisch nachhaltige Geldanlageportfolios nicht schlechter sind als traditionelle Portfolios. Wenn das so ist, spricht aus ökonomischer Anlegersicht alles für eine Anlage in solche nachhaltigen Portfolios (siehe z.B. [hier](#)).

In seinem Vortrag hat sich Herr Flossbach skeptisch zu solchen Studien geäußert und sinngemäß gesagt, dass Professoren messen, was man nicht messen kann. Ich habe zahlreiche dieser Studien gelesen und keine systematischen Verzerrungen gefunden. Ich habe auch viele Studien gelesen, die angebliche nicht-nachhaltige Outperformancefaktoren gefunden haben. Viele dieser Studien sind konzeptionell kritisch oder in der Praxis nicht erfolgreich replizierbar. Allerdings sind gute [evidenzbasierte Analysen](#) sehr anspruchsvoll (siehe auch [hier](#)).

### **Greenwashing ist ein Problem und schadet der Branche**

In seinem Vortrag hat Herr Flossbach kritisiert, dass zahlreiche Anbieter ihre Geldanlageprodukte als nachhaltig anpreisen, obwohl sie kaum nachhaltig seien. Das ist wirklich ein Problem, weil Anlegern etwas suggeriert wird, was nicht geliefert wird (siehe auch [hier](#)).

Besonders kritisch finde ich, wenn Vertreter der Geldanlagebranche oder auch sogenannte Nachhaltigkeitsexperten sich damit brüsten, dass schon sehr viel Geld nachhaltig angelegt sei. Sie sollten lieber prüfen, ob das wirklich ernsthaft der Fall ist. Manchmal scheint schon der explizite Ausschluss von Streubomben, die sowieso nie im Portfolio waren, zu genügen, um ein Portfolio als nachhaltig anzupreisen bzw. zu kategorisieren. Wenn die Branche solche Selbstklassifikationen kritiklos übernimmt, wird Greenwashing unterstützt statt verhindert.

### **Eigeninitiative der Vermögensverwaltungsbranche ist nötig**

Anstatt sich zu beschweren, dass es keine anerkannten Standards für verantwortungsvolle Geldanlagen gibt, könnte die Branche sich eigene Standards geben. Das wird auch versucht, war aber bisher noch nicht sehr erfolgreich. Das ist auch nicht einfach. So nutzen privatwirtschaftliche Ratingagenturen teilweise über einhundert Einzelkriterien pro Unternehmen für die Beurteilung der ökologischen, sozialen und Unternehmensführungsqualität (ESG für Environment, Social, Governance). Welche Kriterien genutzt werden und wie sie zusammengeführt werden, wird nicht einfach zu standardisieren sein, ist aber auch gar nicht nötig. So reichen meines Erachtens einfache Vorgaben an die Ratingsysteme, um eine Mindestqualität sicherzustellen (siehe [DVFA Ansatz](#) und meine erste [Kritik an Flossbach Kritik](#)).

Wenn die Geldanlagebranche nicht schnell eine überzeugende Selbstregulierung hinbekommt, sollte es meiner Meinung nach zu einer öffentlichen Regulierung kommen.

### **Greenbashing, weil aktive Manager Angst haben?**

Man kann auch kritisieren, dass Anlegern seit Jahrzehnten Geldanlagen mit Outperformanceanspruch angeboten werden, die im Schnitt schlechter als passive Benchmarks abgeschnitten haben. Dafür werden oft weiterhin hohe Gebühren von Anlegern verlangt. Trotzdem wächst die Assetmanagementbranche weiter stark und verdient viel Geld (siehe z.B. [hier](#)).

Dass aktive Manager Angst um ihre gut bezahlten Jobs haben, ist nachvollziehbar. Sogenannte aktive Manager, die eine Outperformance gegenüber passiven Benchmarks suggerieren (also fast alle), sollten sich mit Kritik an zusätzlicher Regulierung aber zurückhalten. Vielleicht haben aktive Portfoliomanager nämlich aus einem anderen Grund Angst, nämlich generell vor der Prüfung von Marketingaussagen. Wenn die Aufsichtsbehörden nicht nur prüfen würden, ob Marketingunterlagen in Bezug auf Nachhaltigkeitsaspekte strengen Evidenzprüfungen standhalten, würden sie wohl feststellen, dass nur wenige Performancewerbungen für traditionelle Ansätze solche Prüfungen bestehen würden (siehe [hier](#)).

Eigentlich sollten aktive Manager wissen, ob ihre Marketingaussagen strengen Prüfungen standhalten können. Wenn man böswillig wäre, würde man vielleicht sogar behaupten, dass solche Outperformancesuggestionen wider besseres Wissen erfolgen. Noch schlimmer wäre es wohl, wenn die Manager selbst an ihre Aussagen glauben würden. Oder anders gefragt: Was ist schlimmer: Sie wissen, was sie tun, oder sie wissen es nicht?

### **MIFID II als erster Schritt in die richtige Richtung**

Die zunehmende Regulierung der Geldanlagebranche hat sicher mehr Bürokratie gebracht. Sie hat aber auch dazu geführt, dass Kosten von Geldanlagen transparenter werden. Durch stärkere Berücksichtigung von Anlegerinformationen kann der Anlegerschutz verbessert werden. Allerdings hat die Regulierung auch dazu geführt, dass inzwischen weniger Interessenten persönliche Beratung oder auch die Mitsteuerung von Vermögensanlagen angeboten wird. Automatisierte Beratung und standardisierte Vermögensverwaltung nehmen dagegen (langsam) zu.

### **Regulierung und Bürokratie sollten sich auf wichtige Aspekte beschränken**

Bürokratie sollte geringgehalten werden, um keine unnötige Zeit- und Kostenbelastung für Anleger und Anbieter zu sein.

Ähnlich wie bei ETFs war es auch bei nachhaltigen Anlagen bisher so, dass diese Privatkunden selten aktiv angeboten wurden. Teilweise wurde auf Nachfrage sogar von ihnen abgeraten (siehe [hier](#)). Das ist sogar nachvollziehbar. Mit ETFs können Anbieter weniger Geld als mit anderen Anlagen verdienen. Und nachhaltige Anlagen sind wohl erklärungsbedürftiger als vergleichbare traditionelle Anlagen, was zu höheren Beratungskosten der Anbieter führen kann.

Andererseits bieten Anbieter zunehmend exotischer Produkte mit angeblicher Outperformance an. Auch das muss Anlegern erklärt werden. Darüber jammert bisher kein Anbieter.

### **Nachhaltige Geldanlage schränkt Anleger nicht unnötig ein**

Nachhaltige Investmentansätze schränken das Universum von Geldanlagemöglichkeiten auch nicht zu sehr ein. Wenn ein Fondsmanager z.B. nur auf niedrig bewertete deutsche Value Small Caps setzt, schränkt er sich selbst stark ein. Alternativ kann man auf nach strengen ESG Kriterien selektierte deutsche Aktien setzen (siehe z.B. [hier](#)) und hat vielleicht trotzdem ein größeres Anlageuniversum zur Verfügung.

Ob der eine oder der andere Investmentansatz künftig bessere Anlageergebnisse bringt, wird sich erst im Nachhinein zeigen. In der Vergangenheit haben jedenfalls sogenannte aktive Manager eher schlechtere Renditen eingebracht als passive Benchmarks, während verantwortungsvolle Geldanlagen oft vergleichbare Renditen wie passive Benchmarks erreicht haben.

Deshalb fände ich es gut, wenn Anleger künftig gefragt werden, ob sie nachhaltige oder traditionelle Anlagen wollen.

### **EU fokussiert mit ihrer Taxonomie-Initiative zu stark auf Klimaaspekte**

Auch ich sehe einige Aspekte der angedachten möglichen Regulierung als kritisch. Ich halte nichts davon, nachhaltige Investments durch niedrigere Eigenkapitalanforderungen zu fördern und damit Anlagen riskanter als traditionelle Anlagen zu machen bzw. Eigenkapitalanforderungen generell aufzuweichen.

Außerdem fokussiert die Taxonomieinitiative sehr stark auf Klimaaspekte. Diese sind zwar sehr wichtig, aber andere ökologische und soziale Aspekte dürfen keinesfalls vernachlässigt werden. Das hat die EU allerdings auch vor, lässt sich damit aber vielleicht zu viel Zeit.

### **ESG Regulierung der EU ist noch offen**

Bisher ist meines Wissens nicht vorgesehen, dass Vermögensverwalter ESG Ratings nutzen müssen und schon gar nicht, welche. Dabei halte ich es gar nicht mal für schlecht, wenn man verlangen würde, dass Portfoliomanager die ESG-Qualität ihre Portfoliobestandteile kennen und gegenüber Anlegern transparent machen sollten. Sie sollten aber trotzdem entscheiden können, welche Ratings sie nutzen und auch, ob sie diese ignorieren wollen, weil sie andere Wertpapierselektionskriterien für wichtiger für Anleger halten.

„Eine Allianz aus Lobbyisten, Aktivisten und Politikern wolle Anleger in ihrem Sinne erziehen und der Fondsbranche vorschreiben, „wie wir investieren sollen“,“ sagt Herr Flossbach (siehe [hier](#)). Ich kenne aber keine ernsthaften derartigen Bestrebungen. Eine solche Zuspitzung der Diskussion ist meines Erachtens nicht hilfreich.

### **Mindestratings sollten nicht vorgeschrieben werden**

Mindestratings oder die Nutzung bestimmter Ratingagenturen sollte nicht vorgeschrieben werden. Dieser Fehler aus der Zeit vor der Finanzkrise 2008 sollte nicht wiederholt werden. Denn das hat unterstützt, dass institutionelle Anleger aus regulatorischen Gründen fast nur Anleihen mit bestimmten angeblich guten Ratings kaufen durften und die Anreize sehr hoch waren, Ratings zu beschönigen.

Ob Angebote strenger oder weniger streng nachhaltig sind, kann man unabhängig von unterschiedlichen Ratingansätzen bzw. Anbietern beurteilen. Insbesondere sollten auch interne Ratings zugelassen werden, wenn sie bestimmte Mindestanforderungen erfüllen (siehe [DVFA Klassifikation](#)). Damit wird auch das angebliche Risiko der Abhängigkeit von externen Ratingagenturen reduziert.

Die Nutzung solcher Ratings ist aber kritisch zu sehen, wenn damit gute Nachhaltigkeitsqualität suggeriert wird. Ich kenne kein Unternehmen, das bei allen Nachhaltigkeitsaspekten perfekt ist. Anleger müssen immer Kompromisse machen, auch in Bezug auf Nachhaltigkeit.

### **Lieber Gesinnungsethik als Greenbashing**

Flossbach von Storch hat mit der Unterzeichnung der UN Principles for Responsible Investments erste Schritte in Richtung Nachhaltigkeit unternommen. Herr Flossbach möchte nachhaltige Investments aber „aus der gesinnungsethischen Ecke befreien“ (siehe [hier](#)).

Laut Wikipedia ist Gesinnungsethik „ein Typ moralischer Theorien, der Handlungen nach der Handlungsabsicht und der Realisierung eigener Werte und Prinzipien bewertet, und zwar ungeachtet der nach erfolgter Handlung eingetretenen Handlungsfolgen. Auch Gesinnungsethiker müssen jedoch vor ihren Handlungen die erwarteten Handlungsfolgen gründlich und angemessen beurteilen und in ihr Urteil über eine moralisch richtige Handlung einbeziehen.“

In diesem Sinne muss Gesinnungsethik nicht schlecht für Geldanleger sein.

### **Wer im Glashaus sitzt ...**

In der Ankündigung zu dem Vortrag von Herrn Flossbach hiess es: „Nachhaltigkeit lässt sich aber nicht mit simplen Checklisten beurteilen oder politisch vorgeben. Fehlanreize und die Saat der nächsten Finanzkrise wären die Folge – gut gemeint ist regelmäßig schlecht gemacht.“ Dieses „Greenbashing“ ist völlig überzogen und genauso falsch wie Greenwashing.

Sogenannte nachhaltige Geldanlagen lassen sich trefflich kritisieren. Aber traditionelle Geldanlagen auch. Sie sind relativ teuer, wie auch die guten Margen großer traditioneller Vermögensverwalter zeigen, schlagen passive Benchmarks aber nur selten. Da investieren ich lieber gesinnungsethisch in nicht-perfekte nachhaltige Anlagen, die genauso gut performen wie traditionelle Geldanlagen.

Greenwashing sollte durch (Selbst-)Regulierung verhindert werden. Greenbashing ist aber auch zu verurteilen.

## HABEN FONDSANBIETER ANGST VOR ESG-REPORTINGTRANSPARENZ (6-2019)?

Professor Dr. Thomas Mayer vom Flossbach von Storch Research Institute hat am 9. Juni 2019 einen Beitrag mit dem Titel „Die Nachhaltigkeits-Falle“ in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung veröffentlicht (Seite 29), in dem er m.E. gegen ESG-Reportingtransparenz argumentiert.

### **Reportingtransparenz statt Zwang**

Herr Mayer konstruiert folgenden Fall: Zwei gleiche Unternehmen: Eines davon mit weniger Umweltinvestitionen und dadurch mehr CO<sub>2</sub>-Ausstoß und mehr Gewinn, sei deshalb angeblich attraktiver für Anleger. Er schreibt, Anleger können nur durch „Zwang“ wie Kapitalexporthkontrollen zur nachhaltigen Anlage gebracht werden. Statt Reportingtransparenz oder „Zwang“ empfiehlt er Kosten für CO<sub>2</sub>-Ausstoß.

Ich habe nichts gegen Kosten für den CO<sub>2</sub> Ausstoß. Es ist aber sicher viel einfacher, Unternehmen zu einem transparenten Reporting zu bringen als weltweit den CO<sub>2</sub>-Ausstoß einheitlich zu regeln. Darauf sollte hingearbeitet aber nicht gewartet werden.

### **Reportingtransparenz und Geldflüsse**

Transparenz, wie sie die EU will, kann helfen (siehe z.B. hier <http://prof-soehnholz.com/taxonomie-verantwortungsvoller-geldanlagen-praxisorientierter-vorschlag/>). Anleger können dann das umweltfreundlichere Unternehmen wählen. Viele Statistiken zeigen, dass umweltfreundlichere Unternehmen typischerweise keine geringen Renditen bringen als andere (siehe z.B. [hier](#)).

Nach vielen Umfragen sind Anleger aber selbst bei potenziell geringeren Finanzrenditen bereit, in umweltfreundlichere Unternehmen zu investieren. Wenn das so kommt, werden umweltverschmutzende Unternehmen sauberer werden müssen, um mehr Anlegergeld zu bekommen.

Mayer schreibt: Der „dumme Investor“ braucht nur die Vorgaben der Experten „erfüllen und sich um die Folgen nicht kümmern“. „Der intelligente Investor kann sich über die Kriterien „G“ und „S“ höchstwahrscheinlich ein besseres Urteil bilden, als eine aus Industrievertretern und Interessengruppen zusammengesetzte Expertengruppe“.

### **Mehr Reportingtransparenz kann kaum schaden**

Ich verstehe nicht, wie man gegen mehr Transparenz für Anleger sein kann, zumal das die Unternehmen kaum mehr kosten wird. Schon heute müssen sie viel reporten. Künftig soll es nur mehr Standardisierung und Interpretationshilfen geben. Das könnte die Reportingkosten sogar senken.

Natürlich ist es schwierig, objektives Reporting zu erstellen. Aber nicht-perfektes Reporting heißt noch lange nicht, dass es irreführend ist.

Irreführen geht anders: Seitdem grüne Geldanlagen modisch sind, brüsten sich viele Anbieter mit „nachhaltigen“ Angeboten. Wenn man sich diese genauer ansieht, stellt man schnell fest, dass sie meist sehr wenige harte Ausschlußkriterien nutzen und oft nur relativ geringe ökologische und soziale Anforderungen an Unternehmen stellen. Jede zusätzliche Transparenz dazu ist wichtig. Es wird heute viel zu viel Greenwashing betrieben (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/weder-greenwashing-noch-greenbashing-kritik-an-flossbach-kritik/>).

„Dumme“ Anleger, die sich nach Environment, Social und Governance Ratings richten, halte ich für schlauer, also solche, die solche Ratings gar nicht beachten. Solche Ratings zu nutzen heißt ja noch lange nicht, dass daraus formale Investitionsbeschränkungen abgeleitet werden.

### **Reportingtransparenz gegen Benchmarkhugging**

Meines Erachtens gibt es ein viel größeres Problem: Heute erhalten viel nachhaltige Unternehmen weniger Geldanlagen als nicht-nachhaltige Unternehmen, wenn sie nicht in gängigen Finanzindizes vertreten sind (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/>). Die Angst der Abweichung von traditionellen Benchmarks ist bei institutionellen Anlegern und professionellen Geldanlageanbietern oft groß. Sie beschränken sich selbst, ohne dazu gezwungen zu werden.

Traditionelle und Greenwashing-Anbieter sollten wirklich Angst vor Transparenz haben.

## **EIN QUANTITATIVER RESPONSIBLE INVESTMENT ANSATZ (9-2014)**

Es gibt sehr viele verschiedene Sustainability oder Responsible Investment Ansätze. Der Mangel an anerkannten Standards ist wohl bisher einer der wesentlichen Gründe dafür, dass sich Responsible Investment noch nicht durchgesetzt hat.<sup>113</sup>

Warum gibt es keine anerkannten Standards? Das Geschäftsmodell von ESG-Research- bzw. Ratingfirmen besteht darin, möglichst viele relevante Daten zu sammeln, zu beurteilen und zu aggregieren. Dabei werden oft weit über 100 ESG Daten pro Wertpapier gesammelt, die sich von Branche zu Branche und sogar von Unternehmen zu Unternehmen unterscheiden können. Selbst wenn man davon ausgeht, dass die Beurteilung der einzelnen Daten objektiv ist, bleibt das Problem der Selektion der für einen Investor relevanten Daten bzw. die schwierige Aggregation zu einem ESG-Score.

So kommen unterschiedliche Investoren zu ganz unterschiedlichen Einschätzungen: Für die einen ist Ökologie wie der Carbon Footprint besonders wichtig, für andere stehen soziale

---

<sup>113</sup> Z.B. Dennis Meadows am 18.9.2014 auf einem Responsible Investment Seminar des Uhlenbruch Verlages



Faktoren wie humanitäre Arbeitsbedingungen oder Corporate-Governance Faktoren im Vordergrund.

Theoretisch gibt es eine Lösung: Man könnte zum Beispiel nur die Faktoren selektieren, die statistisch relevant das Risiko von Investments senken oder die Rendite steigern<sup>114</sup>. Bei diesem Ansatz wird nur auf die für Kapitalanleger typischen Ziele Renditesteigerung bzw. Risikosenkung abgestellt<sup>115</sup>. So kann einfacher Konsens über den richtigen ESG-Ansatz erreicht werden. Die Asset Allokation bzw. Titelselektion kann weiter auf Rendite und Risiko fokussieren und es muss keine zusätzliche „Responsible“ Ziel-Dimension einführen.

Investoren, für die Responsible Investments wichtiger oder genauso wichtig wie Rendite oder Risiko sind, werden damit kaum zufrieden sein. Aber auch sie können mit dem quantitativen Ansatz weiterkommen. Sie können z.B. alle ESG-Elemente berücksichtigen, die keine signifikant negative Auswirkung auf Rendite oder Risiko von Kapitalanlagen haben. Dabei wird man jedoch auf wesentlich mehr Faktoren kommen, als die in Söhnholz (2014) identifizierten knapp 10 von 150 Faktoren. Damit stellt sich wieder die Frage der Aggregation, die individuell stark variieren kann.

In keinem der beiden Ansätze kommt es zu einem Widerspruch mit den wichtigsten Anlegerzielen Renditeerzielung und Risikoreduktion. Kapitalanleger und Asset Manager sollten ESG-Faktoren daher berücksichtigen.

## GOVERNANCE IST DER WICHTIGSTE ESG RENDITE- BZW. RISIKOFAKTOR (8-2014)

Responsible (auch ESG für Environment, Social und Governance) Investing ist in Deutschland besonders bei Privatkunden noch wenig verbreitet. Andererseits sind Deutsche führend bei ökologischen Themen wie Recycling, Nutzung von Solar- und Windenergie und Geothermie und „Grüne“ haben in Deutschland seit langem eine hohe Bedeutung.

Der Grund für die geringe Akzeptanz von „verantwortungsvollen“ Kapitalanlagen scheint die Annahme zu sein, dass man mit „Responsible“ Investments nur geringe Renditen erwirtschaften kann oder hohe Verlustrisiken eingeht. In der Tat sprechen Skandale wie Prokon aber auch hohe Verluste mit Aktien seriöser Solarspezialisten für diese These. Auch in der Finanzkrise 2008 haben viele ökologisch als besonders gut geltenden Aktien überdurchschnittliche Kursverluste verzeichnet.

---

<sup>114</sup> s. Söhnholz, D.; Einsatz von ESG-Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014, S. 58-63; Deutsche Bank Climate Change Advisors, Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance, Juni 2012

<sup>115</sup> Dabei geht es um quantitative Ziele und z.B. Reputationsverluste durch schlechte ESG-Investments werden nicht berücksichtigt

Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen aber differenziertere Ergebnisse. Vereinfacht zusammengefasst haben Aktien mit besonders guten ESG-Ratings keine nennenswert anderen Renditen oder Risiken als durchschnittliche Aktien.

Im Detail zeigt sich, dass besonders ökologisch gute Aktien in der Vergangenheit oft wirklich nicht besonders attraktiv gewesen sind. Investments in als besonders gut im sozialen Bereich eingeschätzte Unternehmen kosten zumindest kaum Rendite. Nur die Aktien von Unternehmen mit schlechter Unternehmensführung (Governance) haben in der Finanzkrise 2008 besonders hohe Verluste eingebracht. Das spricht dafür, dass Anleger Aktien mit guter Governance aber auch solche mit guten sozialen Ratings anderen Aktien vorziehen sollten. Aktienselektion nach ökologischen Kriterien muss allerdings kritisch hinterfragt werden. Aber vielleicht ist ja die ökologisch bessere Aktie in der Zukunft auch die mit dem geringeren Risiko. Die Reputationsrisiken für Investoren sollten jedenfalls geringer sein, wenn man solche Aktien ins Portfolio nimmt.

## ES GIBT NOCH VIEL ZU TUN IN BEZUG AUF VERANTWORTUNGSVOLLE ANLAGEN (9-2014)

Wissenschaftler suchen typischerweise nach „guten“ ESG (Environment, Social, Governance) Faktoren<sup>116</sup>. Gute Faktoren sind solche, die Emittenten von Produkten bzw. Wertpapieren bzw. solche Produkte direkt verbessern. Verbessern bedeutet dabei die Renditen für Anleger steigern oder die Risiken für sie senken.

Ich meine, dass ein anderer Ansatz mehr verspricht. Da ESG-Faktoren als generell „gute“ Faktoren gelten, sollten alle solche Faktoren für Unternehmens- und Staatsanalysen berücksichtigt werden, die Unternehmen bzw. Staaten nicht schaden. Man braucht also nur solche Faktoren explizit zu berücksichtigen, die eindeutig und spürbar negativ für Anleger sind.

Wenn die Berücksichtigung von ESG-Kriterien nicht freiwillig erfolgt, kann man mehr Regulierung fordern. Man könnte zum Beispiel verlangen, dass alle Investoren aus Fürsorge so handeln müssen. Sie müssen also zunächst wissen, welche ESG-Faktoren sich wie auswirken („Need to know“). Wenn nicht-negative ESG-Faktoren nicht berücksichtigt werden, müsste erklärt werden, warum das nicht gemacht wird (sogenannter „Comply or explain“ Ansatz).

Teilnehmer der genannten Konferenz von 2014 haben vor allem die mangelnde Verfügbarkeit von ESG-Daten bemängelt. Doch die ist gar nicht so schlecht<sup>117</sup>. Wir konnten bereits 2014 bis zu 148 ESG-Daten für über 2200 Unternehmen nutzen, die ab 2009 erhoben wurden. Inzwischen haben ESG-Datenspezialisten weitere ESG-Daten aus den Jahren vor 2009 so aufbereitet, dass man sie quantitativ nutzen kann.

Für die Umsetzung von ESG-Portfolios gibt es mehrere Wege: Ausschluss von schlechten ESG-Investments (Exklusion), Fokus auf die jeweils besten ESG-Investments pro Branche,

---

<sup>116</sup> Siehe z.B. Principles for Responsible Investment (PRI) Academic Network Conference, Toronto 2014

<sup>117</sup> s. Söhnholz, D.; Einsatz von ESG-Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014, S. 58-63

Land etc. (Best-in Class), Integration von ESG-Faktoren in die Finanzanalyse (Integration oder Inklusion) und Engagement. Exklusion und Best-in Class Ansätze, die bisher dominierend waren, scheinen vor allem zugunsten von Engagement und Inklusion an relativer Bedeutung zu verlieren.

Auf der oben genannten Konferenz wurde auch immer wieder gesagt, dass man ein „Bridging the Gap“ zwischen Wissenschaft und Praxis erreichen müsse. In Bezug auf den Punkt ist Veritas Investment als einer der wenigen konsequenten deutschen ESG-Portfolio-Anbieter recht weit. 2013 wurde dazu ein Projekt mit der Universität Leipzig gestartet, die mit von Veritas zur Verfügung gestellten ESG-Daten, Veritas und eigene ESG-Hypothesen testet. Und Veritas Investment managt seit 2013 ungefähr die Hälfte des Anlagevolumens mit einem quantitativen ESG-Inklusions-Ansatz.

## PUREESG IST BESSER ALS ALS SMARTESG (8-2018)

Verantwortungsvolle ESG (= Environment, Social, Governance) Kapitalanlagen sind im Aufwind. Das gilt auch für sogenannte [Smart Beta](#)<sup>118</sup> Investments. Neuerdings werden auch SmartESG Anlagen angeboten. Dabei besteht das Risiko der Überquantifizierung bzw. des [Data Mining](#)<sup>119</sup>. PureESG halte ich für attraktiver.

### Beta

Der Beta-Faktor gibt die Beziehung zwischen der Kursentwicklung einer Aktie und einem Index an und zeigt die Sensitivität des Aktienkurses in Bezug auf die Veränderung des Indexstands. Ein Beta-Faktor größer als 1 bedeutet, dass die Aktie stärker schwankt als der Index und ein Beta-Faktor kleiner 1 bedeutet, dass die Aktie im Verhältnis zum Index weniger stark schwankt (siehe FAZ net Börsenlexikon, Stand Dezember 2017).

### Smart-Beta

Indexfonds, die Finanzindizes folgen, werden auch als „Beta-Produkte“ bezeichnet. Smart-Beta bzw. Faktorprodukte sollen intelligenter bzw. besser als diese Betaprodukte sein. Allerdings ist fraglich, ob das auch gelingen kann.

Es ist inzwischen wissenschaftlich ziemlich eindeutig und auch allgemein bekannt, dass sogenannte aktive Portfoliomanager auf Dauer meist schlechter abschneiden als passive Finanzindizes. Wenn es funktionierende Smart-Beta Ansätze gäbe, hätten aktive Portfoliomanager solche einfachen Ansätze schon längst finden und umsetzen müssen. Es erscheint daher sehr unwahrscheinlich, dass Smart Beta Ansätze Indizes outperformen können.

### Beta Faktoren

---

<sup>118</sup> <http://prof-soehnholz.com/grenzen-von-smart-beta-investment-philosophie/>

<sup>119</sup> <http://prof-soehnholz.com/no-data-und-small-data-verschlechtern-die-anlageperformance/>

Sogenannte Smart-Beta Produkte funktionieren typischerweise so, dass mindestens ein [Faktor](#)<sup>120</sup> vom Produkthanbieter als besonders attraktiv angesehen wird, zum Beispiel „Small Caps“ (auch als Small-Cap Faktor bezeichnet). Dabei wird angenommen, dass niedrig kapitalisierte Unternehmen, also typischerweise kleinere Unternehmen, besser performen als höher kapitalisierte Unternehmen. Ein Small Cap Smart Beta bzw. Faktorprodukt zeichnet sich dadurch aus, dass entweder die Aktienselektion und/oder die Aktiengewichtung im Portfolio vom klassischen kapitalgewichteten Index abweicht. Das heißt, dass die Titel im Small Cap Beta Produkt hoch kapitalisierte Unternehmen ausschließen oder geringer gewichten als im klassischen (kapitalgewichteten) Index.

Die früher wohl am häufigsten genutzten Faktoren neben dem Small Cap Faktor waren „Value“ und „Momentum“ (siehe Fama French 3 Faktormodell). Fama und French propagieren inzwischen ein 5 Faktorenmodell. Andere Autoren/Anbieter haben angeblich andere Outperformanfaktoren entdeckt, so dass Kritiker heute schon von einem Faktorzoo sprechen (siehe z.B. [hier](#)<sup>121</sup>).

## SmartESG

Inzwischen gibt es Produkthanbieter, die ESG als Outperformanfaktor ansehen. Sie bezeichnen ihren Ansatz teilweise als SmartESG. Eine gute [Meta-Analyse](#)<sup>122</sup> zeigt, dass es relativ viele Studien gibt, die auf eine ESG Outperformance hindeuten. Aufgrund der allgemeinen Smart-Beta Probleme bin ich aber auch in Bezug auf eine mögliche Outperformance von SmartESG skeptisch.

## Smart-Beta Probleme

1. In der Vergangenheit gab es zwar lange Perioden von „Outperformance“ von Small gegenüber Large Caps aber auch mehrere und auch längere Perioden von Underperformance und das gilt wohl auch alle anderen angeblichen Outperformanfaktoren.
2. Viele Studien, die Outperformance zeigen, nutzen Leerverkäufe (z.B. Value-Faktor „short“ und Growth-Faktor „long“) und Kreditaufnahmen und/oder vernachlässigten Umsetzungskosten.
3. Viele sogenannte Smart-Beta Rückrechnungen schneiden besser ab als klassische Indizes. Klassische kapitalgewichtete Indizes werden oft aber auch durch ganz einfache gleichgewichtete Indizes geschlagen. Wenn sogenannte Smart-Beta Produkte mit gleichgewichteten Indizes verglichen würden, würden auch viele Rückrechnungen vermutlich keine Outperformance zeigen.
4. Es ist extrem schwierig, verlässliche Prognosen für klassische Aktienindizes zu machen und für Faktor- oder Smart-Beta Indizes ist das wahrscheinlich noch schwieriger. Gute

---

<sup>120</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktorinvestments-alles-andere-als-passiv/>

<sup>121</sup> <http://www.morningstar.ch/ch/news/166713/willkommen-im-faktor-zoo!.aspx>

<sup>122</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-kann-einfach-guenstig-und-gut-sein/>

multiple Faktorprognosen (s.a Multi-Faktor Modelle bzw. Produkte) sind entsprechend noch schwerer zu machen.

5. Die Echtperformances von Smart-Beta Produkten sind oft schlechter als die Rückrechnungen.
6. Faktorperformances sind oft nicht unabhängig voneinander. Je mehr Faktoren genutzt werden, desto eher ist zu erwarten, dass die Portfoliorendite ähnlich der allgemeinen Marktrendite ist.

### **Smart-Beta anders verstanden und umgesetzt**

Obwohl mir die Internetdomains [www.smart-beta.de](http://www.smart-beta.de) und [www.smartbeta.de](http://www.smartbeta.de) sowie [www.smart-esg.com](http://www.smart-esg.com) und [www.smart-esg.de](http://www.smart-esg.de) gehören, biete ich aktiv keine entsprechenden Portfolios mit diesen Bezeichnungen an. Im Gegenteil: Diversifikator ist der der einzige mir bekannte Anbieter, dessen Multi-Asset Portfolios kapitalgewichtet sind, denn sie richten sich nach den aggregierten Kapitalanlagen aller Anleger weltweit (s. [Weltmarktportfolios](#)<sup>123</sup>).

Wir entwickeln allerdings auch nicht-kapitalgewichtete Portfolios. So wird das [Equity Income](#)<sup>124</sup> (DW) ETF-Portfolio bewusst aus ETFs gebildet, die nicht kapitalgewichtet sind. Das kann als Smart Beta Portfolio bezeichnet werden. Außerdem sind alle unsere Einzelaktienportfolios grundsätzlich gleichgewichtet und „most passive“. Da es sich dabei um eine systematische Abweichungen von der klassischen Kapitalgewichtung handelt, könnten auch diese Portfolios als Smart Beta Portfolios angesehen werden. Wir streben jedoch nicht unbedingt eine aktive Outperformance von kapitalgewichteten Indizes an. Daher nutzen wir „Smart Beta“ bzw. SmartESG nicht für das Marketing.

### **PureESG ist smart**

Pseudo-optimierte Rückrechnungen die zeigen, dass ESG-Portfolios traditionelle Portfolios outperformen, sind relativ einfach zu erzeugen. Ich bin jedoch nicht davon überzeugt, dass die Echtperformance solcher Portfolios nachhaltig zu Outperformance führt.

In Bezug auf ESG reicht es meines Erachtens schon, wenn man mit „verantwortungsvollen“ Anlagen die [gleiche Performance](#)<sup>125</sup> erreicht wie mit traditionellen Anlagen. In dem Fall spricht alles für eine verantwortungsvolle Anlage.

Ideal ist es daher, wenn man bei der Portfoliobildung auf möglichst viele der Pseudo-Optimierungsfaktoren verzichten kann und mit ausschließlich nach strengen ESG-Kriterien gebildeten PureESG Portfolios die gleiche Performance wie mit traditionellen Investments

---

<sup>123</sup> <http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/>

<sup>124</sup> <http://prof-soehnholz.com/879-2/>

<sup>125</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>

erreichen würde. Die bisherigen Performances der ESG-Portfolios von [Diversifikator](#) zeigen, dass das funktionieren kann. So ist PureESG sehr smart.

## VERANTWORTUNGSVOLLE (ESG) PORTFOLIOS BRAUCHEN KEINE OUTPERFORMANCE. ESG ETF-PORTFOLIO MIT SEHR GUTER PERFORMANCE. (1-2017)

Es gibt nur wenige deutsche Portfoliomanager, die ESG-Faktoren (Environment (E), Social (S) und Governance (G)) berücksichtigen. Angeblich schränkt die Nutzung von ESG-Kriterien das Anlageuniversum zu stark ein. Außerdem sei mit ESG Faktoren, anders als mit anderen „Faktoren“ wie „Low Volatility“, keine Outperformance zu generieren. Und quantitativ orientierte Manager kritisieren, dass es keine guten ESG-Zeitreihen für quantitative Analysen gäbe. Aber das ist überwiegend falsch.

Seit mehr als 15 Jahren gibt es gute ESG Daten. Aktuelles Research zeigt, dass ESG- bzw. SRI-Anlagen meist weder niedrigere Renditen noch höhere Risiken bringen als klassische Investments (siehe z.B. Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31). In einigen Fällen sind die Renditen von verantwortungsvollen Anlagen sogar höher bzw. die Risiken geringer als die von traditionellen Anlagen.

Warum sollte man traditionell anlegen, wenn man nach ESG Kriterien anlegen kann, ohne Rendite- oder Risikonachteile zu haben? Wahrscheinlich ist das noch nicht bekannt genug. Wenige ESG-Anbieter bedeutet ja auch wenig ESG-Werbung. Es ist daher nicht verwunderlich, dass deutsche Privatkunden bisher nur sehr selten aktiv nach verantwortungsvollen Anlagen fragen. Bei institutionellen Anlegern ist das schon anders. Nach strengen treuhänderischen Kriterien, die für zunehmend mehr institutionelle Anleger gelten, ist die Nutzung von ESG Kriterien sogar verpflichtend.

Es gibt aber auch durchaus nachvollziehbare Gründe, warum es noch nicht mehr ESG Portfolios in Deutschland gibt. So gibt es keinen Konsens darüber, welche ESG Methode genutzt werden sollte.

So kann man z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen. Für fast alle Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern jedoch auch Gegner finden: Braucht man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus? Sollen Waffenhersteller ausgeschlossen werden oder braucht man Waffen zur Verteidigung? Sind genetisch veränderte Organismen grundsätzlich schlecht oder können sie zum Beispiel dabei helfen, Hunger zu reduzieren? Sollen Tierversuche verboten werden oder sind sie wichtig für den medizinischen Fortschritt? Sollen Lotterien und Glückspielanbieter legal sein, weil sie viele Steuereinnahmen bringen? Sollen Kirchen gegen Alkohol im Portfolio sein, obwohl ihnen Weingüter und Bierbrauereien gehören? Soll Tabakkonsum aus steuerlichen Gründen oder weil eine frühe Sterblichkeit die Gesundheitskosten senkt, zugelassen werden? Einige (andere) Drogen sind z.B. in den Niederlanden und neuerdings auch in den USA aus nachvollziehbaren Gründen legal. Sollen die ausgeschlossen werden? Und muss man fossile Energien ausschließen, weil sie dem Klima schaden? Andererseits werden sehr viele Unternehmen und Privatpersonen noch lange auf fossile Energien angewiesen sein.

Neben Ausschlüssen werden auch relative ESG-Einschätzungen miteinander verglichen, so dass z.B. nur die besten Wertpapiere nach einem ESG-Rating ins Portfolio kommen. ESG Datenanbieter erfassen teilweise weit über einhundert ESG-Kriterien pro Wertpapier. Da ist es kein Wunder, dass unterschiedliche Analysten bzw. Anbieter zu unterschiedlichen ESG-Ratings für dasselbe Wertpapier kommen. Außerdem kann man auch bei Wertpapieren mit relativ guten ESG-Ratings noch viele ESG-Unzulänglichkeiten finden, weil schlechte Einzelscores oft durch gute andere Scores kompensiert werden können.

Als weiteren Ansatz kann man daher den des Engagements wählen. Dabei wird versucht, aktiv auf Unternehmen einzuwirken, ihre ESG-Position zu verbessern. Das macht Sinn, weil man so aktiv zur ESG-Verbesserung beitragen kann. Andererseits kann man Wertpapiere mit schlechten Scores auch solange ausschließen, bis sie für den Anleger akzeptabel werden. „Engagement“ wird oft von Großanlegern genutzt, die ihr mögliches Anlageuniversum nicht zu sehr durch Ausschlüsse und hohe Ansprüche an ESG-Ratings reduzieren wollen.

Die Tatsache, dass ESG-Ansätze sich voneinander unterscheiden können, sollte man nicht als Argument zum Nichtstun verwenden. Unternehmens- bzw. wertpapierspezifische ESG-Daten werden seit mehr als 15 Jahren systematisch erhoben. Allerdings sind die ESG-Daten oft teuer und selten einfach auszuwerten. Gerade Anleger mit relativ geringen Ressourcen bzw. Anlagevolumina können daher kaum eigene Analysen durchführen, sondern müssen ein bestehendes ESG-Produkt kaufen.

Schon mit sehr kleinen Anlagesummen kann man heute relativ günstige ESG-ETFs erwerben. Allerdings werden in Deutschland bisher erst sehr wenige ESG Aktien-ETFs und nur sehr vereinzelt auch ESG-ETFs aus Unternehmensanleihen angeboten. Meine Firma Diversifikator hat daraus ein „most-passive“ Aktien/Anleiheportfolio gebildet. Unseres Wissens ist es das erste ESG ETF-Portfolio. Das Portfolio nutzt durchgängig einen Ansatz, der auf ESG Kriterien von MSCI beruht.

Dieses ESG ETF-Portfolio hätte in der Rückrechnung von 2008 bis Ende 2015 eine etwas geringere Rendite gebracht als ein vergleichbares traditionelles ETF Portfolio (Details siehe Dokument „Diversifikator Backtests“ auf <http://www.diversifikator.com> ). Es hätte aber auch etwas geringere Schwankungen gezeigt und so insgesamt sogar eine etwas bessere Relation von Rendite zu Risiko (Sharpe Ratio) gehabt. Das Portfolio wurde Ende 2016 implementiert. In 2016 hat das Portfolio eine hervorragende Rendite von über 11% bei relativ geringen Schwankungen erreicht. Nur sehr wenige Misch- bzw. Multi-Assetfonds waren besser.

## NEUES PASSIVES DEUTSCHE AKTIEN ESG PORTFOLIO: FOKUS AUF GUTE UNTERNEHMENSFÜHRUNG (2-2017)

„Verantwortungsvolle (ESG)-Portfolios brauchen keine Outperformance“ hieß mein letzter Beitrag. Denn wenn man mit ESG-Anlagen<sup>126</sup> eine vergleichbare Performance wie mit traditionellen Investments erreichen kann, sollte man konsequent nach ESG Kriterien anlegen.

---

<sup>126</sup> ESG steht für „Environmental, Social and Governance“ also ökologische, soziale und Unternehmensführungskriterien

Von einigen Marktteilnehmern wird aber bezweifelt, dass vergleichbare Ergebnisse möglich sind.

### **Zu wenig Auswahl als Hauptkritik**

Hauptargument der Kritiker ist ein angeblich zu kleines Universum von Anlagen mit guten ESG-Bewertungen. Auf anderslautende Researchergebnisse hatte ich schon hingewiesen (siehe Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31). Besonders interessant ist, dass alleine schon das Vorhandensein von ESG-Beurteilungen vorteilhaft zu sein scheint (siehe Auer, Benjamin: "Do socially responsible investment policies add or destroy European stock portfolio value?", Journal of Business Ethics, 135 (2), 2016, 381-397).

### **Erstes konsequentes deutsche Aktien ESG-Portfolio**

Trotzdem gibt es meines Wissens bisher kein konsequent nach E, S und G Kriterien selektiertes und öffentlich angebotenes Portfolio aus deutschen Aktien. Es gibt nur einige Publikumsfonds, die überwiegend ökologische Kriterien nutzen und teilweise auch soziale. Meines Erachtens ist jedoch eine gute Unternehmensführungs- bzw. „Governance“ besonders wichtig, um eine gute Performance zu erreichen (siehe Söhnholz, Dirk (2014): Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6, 58-63).

### **"Most passive" Ansatz**

Wir haben daher zunächst klare Regeln für die Selektion deutscher Aktien nach ESG-Kriterien aufgestellt. Erst danach wurde analysiert, wie ein solches passives Portfolio in der Vergangenheit performt hätte.

Die Aktien wurden konsequent nach ESG-Kriterien selektiert. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist daher nicht nur ein Zusatzkriterium, wie bei anderen Portfolios. In solchen Portfolios können Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil diese durch gute "nicht-ESG"-Kriterien überkompensiert werden.

Wir halten Portfolios mit 15 Aktien als grundsätzlich ausreichend für eine Diversifikation. Daher haben wir die Bandbreite für ein Zielportfolio auf mindestens 15 und maximal 30 Wertpapiere festgelegt.

Als deutsche Aktien definieren wir alle Stammaktien mit Haupt-Börsennotiz (Primary Listing) in Deutschland von Unternehmen mit Hauptsitz in Deutschland. ESG ist in Deutschland bisher vor allem für institutionelle Anleger ein Thema. Für solche meist größeren Anleger ist eine gewisse Mindestliquidität von Aktien wichtig, damit die Aktien bei Bedarf schnell wieder verkauft werden können. Wir berücksichtigen daher nur Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung über 20 Millionen Euro mit über 10 Millionen Euro Free Float, d.h. frei gehandelten Aktien, und einem Handelsumfang von mindestens 2000 Stück in jeweils zwei Tagen. Das waren in den letzten Jahren ungefähr 150 bis 200 deutsche Aktien.



Außerdem muss je ein E, S und G Rating für die jeweilige Aktie vorliegen. Das trifft in den letzten Jahren auf mehr als 70 Unternehmen aus dieser Liste zu<sup>127</sup>.

### **Umfassende Ausschlußkriterien**

Unsere zweite Selektionsstufe ist die Nutzung anerkannter Ausschlußkriterien. Anerkannte Ausschlüsse umfassen Unternehmen mit Aktivitäten in Zusammenhang mit Alkohol, Tabak und anderen Drogen, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, genetisch veränderten Organismen und Tierversuchen. Aus Klimaschutzgründen werden auch Unternehmen mit Haupttätigkeit im Öl-, Gas- oder Kohle-Geschäft ausgeschlossen. Damit bleiben ungefähr 50 der 70 deutschen Unternehmen übrig.

### **Best in Class mit Governance Fokus**

Dritte Stufe ist ein „Best-in-Class“ Ansatz: Dabei werden nur Wertpapiere berücksichtigt, die in Bezug auf Governance (G) zur besseren Hälfte der deutschen Aktien mit ESG-Rating gehören. Zusätzlich werden Wertpapiere mit den niedrigsten 10% der „E“ und der „S“ Rankings ausgeschlossen. Höhere Anforderungen würden zu einer zu starken Reduktion des Anlageuniversums führen.

Als einziges traditionelles Selektionskriterium für Wertpapiere haben wir uns für den Ausschluß von besonders riskanten Aktien entschieden. Daher werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben. Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens. Außerdem kann man generell feststellen, dass Aktien mit geringen Risiken nicht unbedingt weniger Rendite bringen müssen als Aktien mit hohen Risiken (siehe Diskussion zu sogenannter "Low-Vola" bzw. "Low Beta" Anomalie).

### **Risikobegrenzung als weiteres Kriterium**

Meistens wird das Aktienrisiko als Volatilität gemessen. Davon halten wir konzeptionell wenig. Hohe Verluste schmerzen Anleger meist mehr als hohe Volatilitäten, die auch bei steigenden Kursen auftreten können. Außerdem unterscheiden sich Wertpapierrangordnungen nach maximalen Verlusten oft kaum von volatilitätsabhängigen Rangordnungen, zumindest in Bezug auf die besten bzw. schlechtesten Werte<sup>128</sup>. Die Anwendung unseres Verlustkriteriums führt zum Beispiel dazu, dass 2017 einige Unternehmen aus dem 2016er Portfolio herausgefallen sind, so dass zu Ende 2016 nur noch 15 Aktien unsere Anforderungen erfüllen.

---

<sup>127</sup> Wir nutzen Daten von Asset4/Thomson Reuters. Wir nehmen an, dass andere ESG Datenanbieter auf ähnliche E, S und G Rankings/Scores kommen wie der von uns genutzte Datenanbieter.

<sup>128</sup> Siehe dazu aktuelles Research von Schuhmacher/Auer von der Universität Leipzig, z.B. Auer, B.: "Extreme value theory, asset ranking and threshold choice: A practical note on VaR estimation", *Journal of Risk*, 18 (1), 2015, 27-44.

Die Aktien werden jeweils zu Jahresanfang gleich gewichtet um zu verhindern, dass einzelne Aktien im Laufe der Zeit ein zu hohes Gewicht am Portfolio erhalten. Außerdem haben sich Gleichgewichtungen in der Vergangenheit oft als attraktiv erwiesen.

### **Gute Performance und Diversifikation**

Das so gebildete passive und prognose- bzw. sogar optimierungsfreie Portfolio ergibt in der analysierten Periode (2008-2016) eine bessere Performance als der DAX bei relativ geringer Abhängigkeit von den wichtigsten getesteten Faktoren.

Das 2017er Portfolio ist branchenmäßig gut diversifiziert. Es besteht aus zwei Grundstoffunternehmen, zwei klassischen Industrieunternehmen, zwei Konsumgüterproduzenten, zwei IT- bzw. Telekommunikationsunternehmen, zwei Logistikunternehmen, drei Versicherungen, einer Bank und der Deutschen Börse:

Aareal Bank AG, Bank  
Allianz SE, Versicherung  
Beiersdorf AG, Basiskonsumgüter  
Brenntag AG, Industrie  
Continental AG, Nicht-Basis-Konsumgüter  
Deutsche Börse AG, Finanzdienstleistung  
Deutsche Post AG, Logistik  
Deutsche Telekom AG, Telekommunikation  
Fraport AG Frankfurt Airport Services, Logistik  
Hannover Rück SE, Versicherung  
Heidelbergcement AG, Grundstoffe  
Infineon Technologies AG, Technologie  
Linde AG, Grundstoffe  
Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG, Versicherung  
Osram Licht AG, Industrie

### **Sehr hohe Transparenz**

Das Portfolio kann auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) verfolgt werden. Es ist aktuell der höchsten SRRI-Risikoklasse 7 zuzuordnen. Durch die Beimischung mit „Cash“ oder Anleihen können niedrigere Risikoklassen erreichen. Selbst bei der vorgesehenen nur einmaligen Adjustierung pro Jahr sollten aufgrund von Tradingkosten bzw. teilweise hohen Einzelaktienwerten mindestens 60.000 Euro angelegt werden.

Die laufenden Kosten reichen von 0,25% pro Jahr für institutionelle Anleger bis zu 1% p.a. für Privatanleger plus Implementierungskosten. Es ist geplant, die Portfolios über Berater und Vermögensverwalter bzw. Banken anzubieten. Institutionellen Anlegern wie zum Beispiel Stiftungen werden zudem Services wie zusätzliches Risikomanagement und Maßschneiderungsmöglichkeiten angeboten.

Die ersten "live" Erfahrungen mit dem Portfolio sind sehr positiv.

Fazit: Es ist sehr wohl möglich, sehr attraktive ESG-Portfolios aus deutschen Aktien zu entwickeln.

## EIN KONSEQUENTES ESG-PORTFOLIO AUS WELTWEITEN KERN-INFRASTRUKTURAKTIEN KANN SEHR ATTRAKTIV SEIN (2-2017)

Infrastrukturanlagen gelten besonders bei institutionellen Investoren seit einigen Jahren als sehr attraktiv. Das weltweite Bevölkerungswachstum, ein hoher Erneuerungsbedarf für bestehende Infrastruktur und hohe Staatsschulden erfordern hohe private Investments und versprechen attraktive Anlagechancen.

Für die meisten Anleger ist aber eine direkte Beteiligung an Flughäfen, Glasfasernetzen und Stromtrassen unmöglich. Dafür sind zu hohe Anlagesummen erforderlich bzw. die Liquidität ist zu gering. Außerdem sind die Risiken solcher Anlagen durch lange Investmenthorizonte ziemlich hoch. Das gilt vor allem für Anlagen in Ländern mit unzureichender langfristiger Rechtssicherheit. Selbst für Anlagen in professionell gemanagte geschlossene Infrastrukturfonds oder -Dachfonds sind meist mehrere Millionen Euro Mindestinvestment erforderlich und es ist nicht einfach, gute Fonds zu identifizieren. Außerdem fallen für Anlagen in solche Fonds oft hohe Kosten an.

Infrastrukturaktien sind eine interessante Alternative. Allerdings kauft man sich neben dem spezifischen Unternehmens- und Managementrisiko damit zumindest teilweise auch das allgemeine Aktienmarktrisiko ein.

Durch den Kauf mehrerer Aktien kann man aber einfach ein global diversifiziertes und liquides Portfolio aufbauen. Es gibt jedoch nur relativ wenige Infrastrukturaktienfonds. Wenn man dann dazu noch ein Portfolio aus „verantwortungsvollen“ Aktien haben möchte, fand man bisher kein einziges Angebot.

Ich sehe verantwortungsvolle Anlagen, bei denen nur Aktien mit akzeptablen ESG (Environment, Social und Governance) Charakteristika ins Portfolio kommen, als besonders attraktiv an. Daher haben wir ein ESG-konformes Infrastrukturaktienportfolio entwickelt.

Dabei werden nur Aktien der Kategorie „Basic“ bzw. „Core“ Infrastruktur genutzt. Das sind Unternehmen, die vor allem auf sogenannte „Netze und Knoten“ fokussieren, die meist keine direkte Konkurrenz haben. Damit sind vor allem Straßen, Schienen, Wasser-, Energie- und teilweise auch Datentransportwege wie Funktürme und Satellitennetze aber auch Häfen und Flughäfen gemeint.

Anders als bei weiter gefassten Infrastrukturdefinitionen schließen wir Unternehmen mit Schwerpunkt auf Energieproduktion (diese werden international meist als „Utilities“ bezeichnet) und auch solche mit Schwerpunkt Sozialinfrastruktur aus dem Portfolio aus. Beiden fehlen oft die monopolartigen Charakteristika von "Netzen und Knoten" und für Sozialinfrastruktur wie Krankenhäuser und Altersheime sind außerdem sehr viel geringere Investments nötig, was sie stärker wettbewerbsabhängig macht.

Hinzu kommt, dass einige institutionelle Anleger ungern Sozialinvestments tätigen. Die Anleger wollen nicht in Zusammenhang mit möglichen Krisen oder Skandalen gebracht werden, die Menschen in solchen Sozialeinrichtungen betreffen können. Aus Klimaschutz ESG-Gründen schließen wir zusätzlich auch Kern-Infrastruktur-Unternehmen mit Fokus auf Öl- und Gas-Pipelines aus.

Das weitere Vorgehen ist identisch mit dem Vorgehen für andere ESG-Portfolios von Diversifikator: Die Titel werden konsequent nach ESG-Kriterien selektiert. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist daher nicht nur ein Zusatzkriterium wie bei anderen Portfolios, die ESG-Kriterien nutzen. In solchen Portfolios können durchaus Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil das durch besseres Abschneiden bei anderen Kriterien kompensiert wird.

Auf Basis eines möglichst großen Universums von Aktien mit externen und damit einfach nachprüfbareren ESG-Scores (wir nutzen Daten von Asset4/Thomson Reuters) wird der folgende regelbasierte und optimierungsfreie Selektionsprozess genutzt:

Stufe 1 dient der Operationalisierung des Selektionsuniversums. Die Portfolios sollen sowohl für Anleger mit relativ geringen Anlagesummen als auch für institutionelle Anleger geeignet sein. Somit werden die nach Marktkapitalisierung kleinsten und die illiquidesten Aktien, solche mit geringem Streubesitz aber auch Aktien mit sehr hohen Kursen pro Einzelaktie (ein bekanntes Nicht-Infrastruktur Extrem ist die Berkshire Hathaway mit über 200.000 USD) ausgeschlossen. Weiterhin muss jeweils ein E, S und G Score bzw. Rating für die Aktien vorliegen.

Stufe 2 umfasst die Nutzung anerkannter ESG-„Ausschlusskriterien“. Das bedeutet, daß alle Unternehmen mit Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, Genetisch veränderten Organismen (GMO) und Tierversuchen ausgeschlossen werden. Das gilt auch für Unternehmen, deren Haupttätigkeit das Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft ist.

Stufe 3 ist ein sogenannter „Best-in-Class“ Ansatz: Zugelassen werden nur Wertpapiere, die in Bezug auf Governance (G) mindestens zu den Top 50% des Anlagesegmentes gehören, denn gute Unternehmensführung bzw. Governance ist unseres Erachtens der wichtigste ESG Faktor. Außerdem werden Wertpapiere mit den niedrigsten 10% der E und S Scores ausgeschlossen.

Erst Stufe 4 ist eine klassisch „ökonomische“: Es werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% der Aktien im Selektions-Universum mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben. Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens und außerdem haben sich Aktien mit niedrigem Risiko in der Vergangenheit als besonders attraktiv erweisen.

In Stufe 5 werden Unternehmen aus weniger entwickelten Ländern ausgeschlossen. Der Hauptgrund dafür ist die oft mangelhafte langfristige Rechtssicherheit. Hinzu kommt, daß die Risiken von Kinderarbeit und ähnlichen nicht erwünschten Arbeitsbedingungen höher sind.

Da es sich bei Kern-Infrastrukturaktien um ein relativ kleines Universum in Bezug auf die Anzahl börsennotierter Aktien handelt, erfolgt eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere pro Segment. Es sollen aber immer mindestens 15 Titel in einem Portfolio enthalten sein, um eine gewisse Mindestdiversifikation zu erreichen.

Nach den Ausschlusskriterien der Stufen 1 und 2 gab es weltweit 37 (2007) bis 93 (2016) liquide Titel mit ESG Rating. Zum offiziellen Portfoliostart Anfang 2017 kommt nach allen fünf Selektionsstufen ein Portfolio mit 28 Aktien zustande. Das Start-Portfolio enthält 2 Flughafenbetreiber, 4 Eisen- bzw. U-Bahnbetreiber und 3 Autobahnbetreiber und 3 Hafengebäudebetreiber. Hinzu kommen 5 Spezialisten für Wasserwerke und -Netze, 6 Spezialisten für erneuerbare bzw. Elektroenergie, 3 Betreiber von Telekommunikationsnetzwerken und 2 Infrastruktur-Generalisten. Die Unternehmen sind relativ breit über mehrere Länder verteilt. Mit 8 Aktien am stärksten vertreten sind in Hongkong börsennotierte Unternehmen, die überwiegend in China aktiv sind.

Die Aktien werden zu Jahresanfang gleichgewichtet und zum nächsten Jahresbeginn wieder auf Gleichgewicht rebalanziert.

In der einfachen Rückrechnung auf Basis dieser Regeln zeigen sich sehr attraktive Rendite- und Risikocharakteristika. Vereinfacht zusammengefasst ergibt sich seit Anfang 2008 eine etwas niedrigere Rendite bei erheblich geringeren Risiken im Vergleich zu einem sehr breit gestreuten MSCI World All Countries ETF. Auch in den ersten Wochen seit dem Start hat sich das Portfolio sehr gut weiterentwickelt.

Alle Regeln, Portfoliobestandteile und Renditen sind transparent dokumentiert<sup>129</sup>.

## ERSTES KONSEQUENT VERANTWORTUNGSVOLLES ESG-PORTFOLIO AUS IMMOBILIENAKTIEN (2-2017)

Immobilieninvestments gelten als sehr attraktiv, Immobilienaktien bisher nicht: Das weltweite Bevölkerungswachstum, zunehmende Anforderungen an die Wohn-, Arbeits- und Freizeitqualität, ein hoher Erneuerungsbedarf für bestehende Immobilien durch technologischen Wandel und aus Klimaschutzgründen und vor allem niedrige Kreditzinsen sprechen weiterhin für Immobilienanlagen. Hinzukommen Engpässe bei den Flächen, die bebaut werden dürfen.

Immobilien gelten als Sachwerte und daher als gute Absicherung in Finanzkrisen, obwohl die letzte große Kapitalmarktkrise in 2008 durch das Platzen der US-Immobilienblase ausgelöst wurde.

---

<sup>129</sup> Eine detaillierte Beschreibung und Begründung des Vorgehens findet sich in dem Dokument "Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios: Konzept und Rückrechnungen im "Archiv" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com).

Aus Sicht institutioneller Kapitalanleger haben Immobilieninvestments zusätzlich den Vorteil, dass Immobilien selten bewertet werden und sich die Bewertungen zudem oft an denen der Vorperioden orientieren. Dadurch weisen Immobilienwerte typischerweise sehr geringe Schwankungen auf.

Weltweit sind ca. 10 bis 20 Prozent des aggregierten Anlegerkapitals in Immobilien investiert<sup>130</sup>. Es ist unklar, ob Immobilien als Anlagensegment aktuell überbewertet sind. Wenn man den einfachen Trendfolgesignalen von Diversifikator folgt, könnte das Anfang 2017 für europäische Immobilien(aktien)märkte der Fall sein<sup>131</sup>.

Eines der manchmal übersehenen Risiken ist die Konzentration von Immobilieninvestments einzelner Anleger, ein sogenanntes Klumpenrisiko. Für die meisten Anleger ist eine breite Diversifikation über direkte Immobilienbeteiligungen unmöglich. Wenn man in mehreren Ländern in Büro-, Industrie-, Wohn- und Freizeitimmobilien anlegen möchte, ist zu viel Kapital erforderlich.

Selbst für professionell gemanagte geschlossene internationale Immobilienfonds oder -Dachfonds sind meist mehrere Millionen Euro Mindestinvestment erforderlich und es ist nicht einfach, gute Fonds zu identifizieren. Außerdem fallen in solchen Fonds oft hohe Kosten an. Zudem sind die Risiken solcher Anlagen durch lange Investmenthorizonte ziemlich hoch. Das gilt vor allem für Investments in Ländern mit unzureichender Rechtssicherheit.

Hinzu kommt, dass mir kein Angebot bekannt ist, welches konsequent ökologische, soziale und Governance-Kriterien (ESG) bei der Investmentselektion berücksichtigt. Mir sind nur Fonds bekannt, die Wert auf energieeffiziente Gebäude legen.

Immobilienaktien sind eine interessante aber bisher in Deutschland unbeliebte Alternative, die mittelfristig durchaus typische Immobilienanlagecharakteristika hat. Durch den Kauf mehrerer Aktien kann man einfach ein global diversifiziertes und liquides Portfolio aufbauen. Allerdings kauft man sich neben den spezifischen Unternehmens- und Managementrisiken damit zumindest teilweise auch das allgemeine Aktienmarktrisiko ("Aktienbeta") ein.

Ich sehe verantwortungsvolle Anlagen ("responsible investments"), bei denen nur Aktien mit akzeptablen ESG- (Environment, Social und Governance) Charakteristika ins Portfolio kommen, als besonders attraktiv an. Es gibt zwar einige Immobilienaktienfonds, aber wenn man ein Portfolio aus „verantwortungsvollen“ Aktien haben wollte, fand man bisher kein einziges Angebot.

Wir haben daher ein ESG-konformes Immobilienaktienportfolio entwickelt. In das Portfolio werden nur Immobilienaktien und Equity-REITs ohne Mortgage REITs und ohne als Investmentfonds angesehene REITs aufgenommen. REITs sind meist fondsähnliche Real

---

<sup>130</sup> siehe „Diversifikator Asset Allokation und ETF-Selektion“ im Archiv auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>131</sup> Diversifikator nutzt eine leicht modifizierte 200Tagelinie und wendet diese auf US- und europäische Immobilienaktien-ETFs an; siehe Dokument „Anlagekonzepte Diversifikator Weltmarktportfolio Basis Trend im „Archiv“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

Estate Investment Trust, die überwiegend Eigenkapital- (Equity REITs) oder Fremdkapitalanlagen (Mortgage REITs) an Immobiliengesellschaften halten. Da ein Portfolio aus Sachwerten erstellt werden soll, werden Mortgage REITs ausgeschlossen.

Weil REITs fondsähnlich Strukturen sind, können einige ausländische REITs von Finanzämtern als intransparente Auslandsfonds klassifiziert werden. Das würde zumindest bis zum Inkrafttreten der nächsten Investmentsteuerreform Anfang 2018 zu erheblichen steuerlichen Nachteilen führen. Daher kommen nur als „Ordinary Shares“ klassifizierte REITs in das Portfolio.

Auf der Ebene von REITs fallen typischerweise nur sehr wenige Steuern an. Dafür sind REITs verpflichtet, einen Großteil ihrer Gewinne auszuschütten. Das wirkt tendenziell risikoreduzierend. Außerdem gibt es Studien die zeigen, dass REITs, besonders durch diese Pflicht zu Ausschüttungen, typischerweise über eine gute Unternehmens-Governance verfügen. Unter anderem weil REITs sich einfach und in letzter Zeit auch sehr günstig refinanzieren können, gelten ihre Immobilienportfolios oft als besonders attraktiv.

Das Vorgehen bei der Portfoliobildung ist identisch mit dem Vorgehen für andere ESG-Aktienportfolios von Diversifikator: Alle Immobilienaktien werden konsequent nach ESG-Kriterien selektiert. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist daher nicht nur ein Zusatzkriterium wie bei anderen Portfolios, die ESG-Kriterien nutzen. In solchen Portfolios können durchaus Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil das durch besseres Abschneiden bei anderen Kriterien kompensiert wird.

Auf Basis eines möglichst großen Universums von Aktien mit externen und damit einfach nachprüfaren ESG-Bewertungen<sup>132</sup>, wird der folgende regelbasierte und optimierungsfreie Selektionsprozess genutzt:

Stufe 1 dient der Operationalisierung des Selektionsuniversums. Die Portfolios sollen sowohl für Anleger mit relativ geringen Anlagesummen als auch für institutionelle Anleger geeignet sein. Somit werden die nach Marktkapitalisierung kleinsten und die illiquidesten Aktien, solche mit geringem Streubesitz aber auch Aktien mit sehr hohen Kursen pro Einzelaktien<sup>133</sup> ausgeschlossen. Weiterhin muss jeweils ein E, S und G Score bzw. Rating für die Aktien vorliegen.

Stufe 2 umfasst die Nutzung anerkannter ESG-„Ausschlußkriterien“. Das bedeutet, dass alle Unternehmen mit Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, genetisch veränderten Organismen (GMO) und Tierversuchen ausgeschlossen werden. Das gilt auch für Unternehmen, deren Haupttätigkeit das Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft ist.

Stufe 3 ist ein sogenannter „Best-in-Class“ Ansatz: Zugelassen werden nur Wertpapiere, die in Bezug auf Governance (G) mindestens zu den Top 50% des Anlagesegments gehören, denn

---

<sup>132</sup> wir nutzen Daten von Asset4/Thomson Reuters

<sup>133</sup> ein bekanntes Nicht-Immobilien- Extrem ist die Berkshire Hathaway mit über 200.000 USD

gute Unternehmensführung bzw. Governance ist unseres Erachtens der wichtigste ESG Faktor. Außerdem werden Wertpapiere mit den niedrigsten 10% der E und S Scores ausgeschlossen.

Erst Stufe 4 ist eine klassisch „ökonomische“: Es werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% der Aktien im Selektions-Universum mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben. Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens und außerdem haben sich Aktien mit niedrigem Risiko in der Vergangenheit als besonders attraktiv erweisen.

In Stufe 5 werden Unternehmen aus weniger entwickelten Ländern ausgeschlossen. Der Hauptgrund dafür ist die oft mangelhafte langfristige Rechtssicherheit. Hinzu kommt, daß die Risiken von Kinderarbeit und ähnlichen nicht erwünschten Arbeitsbedingungen höher sind.

Da es sich bei Immobilienaktien und REITS um ein relativ kleines Universum in Bezug auf die Anzahl börsennotierter Aktien handelt, erfolgt eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere im Portfolio. Es sollen aber immer mindestens 15 Titel enthalten sein, um eine gewisse Mindestdiversifikation zu erreichen.

Weltweit gab es knapp über 300 (2008) bis fast 700 (2017 „investierbare“ Immobilienaktien bzw. REITs. 58 (2007) bis 136 (2017) dieser Titel verfügen über die erforderlichen ESG-Ratings. Es werden nur wenige Titel von Einzeltitelbezogenen Ausschlusskriterien erfasst. Einige Wertpapiere, z.B. Unternehmen mit Hauptsitz in China und Thailand, fallen durch die Länderausschlüsse heraus.

Mit 40% der Aktien im Portfolio haben die USA den größten Anteil am Startportfolio. Das liegt aber noch unterhalb der US Allokation in den meisten globalen Immobilienaktienindizes. In Europa und Asien notierte Titel haben etwa gleichgroße Portfolioanteile. Es ist kein deutscher Titel im Portfolio vertreten. Die durchschnittlichen E, S und G Scores des Portfolios liegen in den Top 50% aller Unternehmen.

Die Aktien werden zu Jahresanfang gleichgewichtet und zum nächsten Jahresbeginn wieder auf Gleichgewicht rebalanziert. Eine regelmäßige Portfolioanpassung ist auch deshalb nötig, weil Immobilienaktien und besonders REITs typischerweise attraktive Dividenden ausschütten, die wieder angelegt werden sollen. Ein jährliches Rebalancing hat sich bei vielen Portfolios bewährt (siehe dazu z.B. Abschnitt „Rebalanzierungen“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

In der einfachen Rückrechnung auf Basis dieser Regeln zeigen sich sehr attraktive Rendite- und Risikocharakteristika. Vereinfacht zusammengefasst ergibt sich seit Anfang 2008 trotz der Immobilienkrise in 2008 eine nennenswert höhere Rendite bei etwas höheren Risiken im Vergleich zu einem sehr breit gestreuten MSCI World All Countries ETF. In den letzten drei Jahren lag das Beta zu dem ETF bei 0,84. Das ist geringer als erwartet. In den ersten Wochen seit dem Start hat sich das Portfolio sehr gut entwickelt.



Alle Regeln, Portfoliobestandteile und Renditen sind transparent dokumentiert<sup>134</sup>.

## IMPACT+ESG: INNOVATIVES MISCHFONDSPROJEKT DER VON DER HEYDT BANK" (8-2019)

Impact+ESG: Ein Gastbeitrag von Sebastian Liebscher, Bankhaus von der Heydt, s.liebscher@1754.de

Vorbemerkung: Unter dem Arbeitstitel ESGplus hat das Bankhaus von der Heydt gemeinsam mit Diversifikator einen nachhaltigen Mischfonds entwickelt. Zielgruppe der ausschüttenden Variante sind vor allem Stiftungen und gemeinnützige Organisationen. Zusätzlich ist eine thesaurierende Variante für Privatkunden geplant.

### **Impact+ESG: Nachhaltigkeit konsequent zu Ende gedacht**

Mit Impact-Investments sind Kapitalanlagen gemeint, die nicht nur einen ökonomischen, sondern auch einen positiven sozialen oder ökologischen Einfluss haben. Bisher werden vor allem einige soziale und ökologische Venture Capital Investments (Eigenkapital für Startups) sowie Projektfinanzierungen als Impact oder Mission Investments bezeichnet. Sie sind aber meist wenig diversifiziert und oft illiquide bzw. wenig liquide.

Aber es gibt bereits einige liquidere und stärker diversifizierte Impactfonds, wie z.B. Mikrofinanzfonds sowie – zumindest in den USA – erste Impact-ETFs (passive Fonds). Aber auch solche Investments haben oft nur geringe ESG-Anforderungen (ESG steht für Environmental, Social und Governance Kriterien).

Im Gegensatz zum Impact Investing nutzen die meisten sogenannten ESG Angebote am Markt vor allem ökonomische Kriterien zur Aktienselektion. Zusätzlich werden wenige bzw. partielle Ausschlüsse, aggregierte ESG-Scores und sogenannte Best-In-Class Ansätze verwendet.

---

<sup>134</sup> Eine detaillierte Beschreibung und Begründung des Vorgehens findet sich in dem Dokument "Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios: Konzept und Rückrechnungen im "Archiv" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com).

Deshalb enthalten die entsprechenden Portfolios oft Bestandteile, die strengen Nachhaltigkeitskriterien nicht genügen.

### **Impact+ESG: ESG- und stiftungskonformes Impact-Investing**

Impact-Mischfonds, die systematische und strenge ESG-Anforderungen stellen und die konsequent auf Ausschüttungen setzen, sind uns nicht bekannt.

Unser Ansatz soll diese Lücke schließen. Mit unserem geplanten Fonds gehen wir speziell auf Bedürfnisse von Stiftungen und n Organisationen ein.

Dabei werden nur diejenigen traditionellen börsennotierten Aktiengesellschaften ins Portfolio aufgenommen, die einerseits strengen ESG Kriterien entsprechen und andererseits auch einen positiven sozialen oder ökologischen Impact liefern können. Das gleiche gilt bei der Selektion von Anleihen.

Diesen Ansatz nennen wir ESGplus.

### **Impact+ESG in Zusammenarbeit mit Prof. Söhnholz**

ESGplus lehnt sich an den puristischen Nachhaltigkeitsansatz von Professor Söhnholz an.

Professor Söhnholz ist ehrenamtlich als DFVA-Kommissionsmitglied im Bereich Sustainable Investing tätig. Der Fokus seiner Tätigkeit liegt in der Ausarbeitung einer „Anti-Greenwashing“ Taxonomie, welche sich mit dem Aufbau eines transparenten Klassifikationssystems befasst.

Herr Prof. Söhnholz entwickelte 2007 einen ersten Sustainability-Fonds und 2013 weitere ESG-Aktienfonds.

Von der Heydt und Prof. Dr. Söhnholz sehen im Bereich nachhaltiger Investments großen Handlungsbedarf. Von einer Zusammenarbeit sollen Investoren zukünftig von Nachhaltigkeit in ihrer reinsten Form profitieren.

### **Impact: Fokus auf Gesundheit, Umweltthemen und Infrastruktur**

Es wird ein überwiegend regelbasierter Ansatz genutzt werden, damit eine größtmögliche Nachvollziehbarkeit und somit größtmögliche Transparenz sichergestellt werden kann.

Die Zusammensetzung Portfolios orientiert sich an der United Nations Impact Investing Map. Konkret beinhaltet unser Universum der am besten beurteilten liquiden ESG-Unternehmen vor allem folgende Marktsegmente bzw. Aktivitäten:

- Gesundheitsversorgung
- Wasser (Ver- und Entsorgung)
- Erneuerbare Energieproduktion
- Schienentransport und-infrastruktur
- Sonstige wie Forstwirtschaft

### **ESG: Strenge Anforderungen**

Impact wird oft in Zusammenhang mit den 17 United Nations Sustainable Development Goals (SDGs) definiert. Interessant ist, dass die meisten Impact-Kriterien auch von typischen ESG-Ratings genutzt werden. So haben große ESG Rater wie Thomson Reuters eine Liste von teilweise über 150 Kriterien pro Unternehmen, die für ein ESG-Rating genutzt werden können.

Für ein Impact-Rating werden nur 60 mögliche Kriterien aufgeführt und die Überschneidung ist sehr hoch.

Deshalb haben wir uns dafür entschieden, formal nur ESG-Kriterien für die Wertpapierselektion zu nutzen.

Es werden jeweils relativ hohe Mindestanforderungen für E, S und G gestellt, damit schlechte Werte bei einem dieser Kriterien nicht durch gute Werte bei einem anderer dieser Kriterien kompensiert werden können.

Zusätzlich messen wir bestimmte Kennzahlen, wie beispielsweise den CO<sub>2</sub> Ausstoß, um Impact-Auswirkungen gegenüber anderen Portfolios deutlich zu machen.

Wir haben uns jedoch dagegen entschieden, Portfoliobestandteile aufgrund von einzelnen Indikator-Veränderungen wie CO<sub>2</sub> Ausstoß zu ändern. Als Basis für Portfolioveränderungen nutzen wir lieber die sehr umfassenden Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsratings der Wertpapiere, die diese einzelnen Kriterien in der Regel beinhalten.

Dieser sektor- bzw. aktivitätenbasierter Impactansatz in Kombination mit einer ESG-Mindestkriterienerfüllung ist unseres Erachtens Nachhaltigkeit in ihrer strengsten Form.

### **Transparente Asset-Allokation**

In unserer strategischen Asset Allokation sollen die Anlageklassen so repräsentiert sein, wie sie weltweit in ihrer Gesamtheit bewertet bzw. gehalten werden. Das wird als Weltmarktportfolio bezeichnet bzw. wir nennen das „most-passive“, weil es sich hierbei um die passivste Art der Allokation zu Anlageklassen handelt. Das entspricht einer sogenannten Kapitalisierungsgewichtung von Anlageklassen und erfordert keinerlei Prognosen, Optimierungen oder spezielle Annahmen.

Zum Portfoliostart bzw. Jahresauftakt beläuft sich die Quote für Staatsanleihen demnach auf 20%, die Unternehmensanleihequote auf 22,5%, die Aktienquote auf 35% und der „Alternativesanteil“ beträgt 22,5%. Die Umsetzung der „Alternatives“ erfolgt grundsätzlich über Infrastruktur- und Immobilienaktien bzw. Real Estate Investment Trusts (REITs). Aktuell erfüllen jedoch noch keine Immobilienaktien bzw. REITs unsere strengen Anforderungen.

### **Impact+ESG: Regelbasierte Aktienselektion**

Alle Titel werden innerhalb ihrer Segmente grundsätzlich gleichgewichtet und jedes Jahr neu nach den oben beschriebenen Kriterien selektiert. Kommen neue Titel hinzu oder werden Titel aus dem Portfolio entfernt, findet eine Rebalanzierung statt.

Das konsequente Hauptaugenmerk auf ESG wird durch Mindestanforderungen für jedes der drei Kriterien sichergestellt. Somit verhindert der ESGplus Ansatz die am Markt häufig

festzustellende Aufrechnung von wenig nachhaltigen mit sehr nachhaltigen Kriterien, was dem Nachhaltigkeitsgedanken der von der Heydt Gruppe nicht gerecht werden würde.

Zu den Selektionskriterien für Aktien zählen unter anderem:

- Länderausschlüsse: Nur Unternehmen aus den 49 entwickeltsten Ländern.
- Segmentausschlüsse: Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Pornographie, Kriegs- und Militärproduktion, Gentechnik, Tierversuche, Öl-, Gas-, und Kohleproduktion, Cannabis- und Rindfleischproduktion.
- Best in Universe Ansatz: Unternehmen müssen in den Bereichen E, S und G jeweils mindestens unter den Top 50% sein.
- Verlustbegrenzung: Titel mit hohen Verlusten im vergangenen Jahr werden deselektiert.

### **Impact+ESG: Konsequente Anleiheselektion**

Anleihen werden grundsätzlich nur von Unternehmen erworben, die sich bereits für den Aktienerwerb qualifiziert haben. Dadurch wird an Aktien und Anleihen die gleichen Nachhaltigkeitsanforderungen gestellt.

Um die Emittentenrisiken zu begrenzen, beschränken wir uns auf eine Anleihe je Emittent.

Anleihen teilen wir in solche von traditionellen und von „alternativen“ Unternehmen ein. Alternative Unternehmen sind zum Start vor allem Infrastrukturunternehmen. Die Anleihen werden innerhalb dieser beiden Segmente gleichgewichtet.

Zu den Aufnahmekriterien zählen unter anderem:

- In EUR oder USD denominiert
- Investment Grade Rating mindestens einer anerkannten Ratingagentur
- Mindestrestlaufzeit 18 Monate
- Mindestens 2% Yield-to-Maturity
- Keine Nullzinsanleihen (Zero Coupon) oder Wandelanleihen

### **Impact+ESG: Anleihen von Entwicklungsinstitutionen statt Staatsanleihen**

Da es keine bonitätsstarken Staaten gibt, die alle von uns gewünschten Ausschlüsse umsetzen, setzen wir auf Anleihen von multinationalen Entwicklungsinstitutionen. Diese haben

hervorragende Bonitätsratings und stellen aufgrund ihres unmittelbar positiven Impacts und einer guten Portfoliodiversifikation einen sehr guten Ersatz für Staatsanleihen dar.

Als direkte Investments sind zunächst nur die Weltbank und die folgenden Entwicklungsbanken von uns zugelassen: The African Development Bank, The Asian Development Bank, The European Bank for Reconstruction and Development, The Inter-American Development Bank

Group. Um Emittentenrisiken zu begrenzen, beschränken wir uns auf eine direkte Anleihe je Emittent.

ESGplus erlaubt maximal 10 % des Investmentkapitals in nachhaltige ETFs, sofern diese den strengen Impact + ESG Kriterien gerecht werden.

### **Regelmäßige Ausschüttungen und detailliertes Reporting**

Wir planen, alle Dividenden der Aktien und Zinsen der Anleihen regelmäßig auszuschütten. Unsere Rückrechnungen lassen eine Ausschüttung von zwei Prozent pro Jahr erwarten.

Über die regulatorischen Anforderungen hinaus plant die von der Heydt Gruppe mit ESGplus ein freiwilliges Sustainability Reporting System einzuführen, welches eine transparente Berichterstattung für Investoren ermöglicht.

### **Impact+ESG: Nicht nur für Stiftungen oder gemeinnützige Organisationen**

Die Vorteile des Konzeptes sind vor allem:

- Attraktives Rendite-/Risikoprofil
- Regelmäßige Ausschüttung
- Strenger Impact + ESG Nachhaltigkeitsansatz
- Enge Zusammenarbeit mit einem renommierten Nachhaltigkeitsexperten
- Vollkommene Transparenz

Und: Die von der Heydt Gruppe spendet jährlich einen Teil Ihrer Gebühren an ausgewählte, nachhaltige Projekte (Direct Impact). Ein speziell hierfür entwickeltes [Siegel](#) sorgt für Transparenz.

Dieser Beitrag wurde in ähnlicher Form am ersten August auf <http://1754.blog/> veröffentlicht, siehe dazu auch „[Wir raten dazu, eine höhere Aktienquote im Portfolio zu halten](#)“, Interview mit Sebastian Liebscher in Renditewerk Nr. 3/2019, S. 11.

## **ABSOLUTE UND RELATIVE IMPACT INVESTING UND ADDITIONALITÄT (7-2020)**

Der Titel des Beitrags ist wohl nur für Nachhaltigkeitsprofis verständlich. Das von mir Relative Impact Investing genannte Konzept ist aber für alle Kapitalanleger relevant.

### **Die Kernbegriffe: Impact und Additionalität**

Dafür erkläre ich zunächst die in diesem Zusammenhang wichtigsten Begriffe: Bei dem sogenannten Impact Investing geht es typischerweise darum, mit der Geldanlage etwas Positives zu bewirken. So kann mit einer Projektfinanzierung ein neues Krankenhaus, eine Schule, eine erneuerbare Energieversorgung oder Ähnliches unterstützt werden.

Anders als bei Spenden wird dabei erwartet, dass man das investierte Geld zurückbekommt. Zusätzlich sollen positive Renditen erreicht werden. Die Renditeerwartungen liegen aber oft unter denen traditioneller Kapitalanlagen.

Meist wird zudem erwartet, dass der zusätzliche Nutzen der Geldanlage quantifiziert wird. Man möchte eine sogenannte Additionalität oder soziale bzw. ökologische Zusatzrendite erreichen. Die Messung solcher nicht-monetärer Renditen in zusätzlichen Krankenhausbetten, Ärzten, Schulkindern, Solaranlagenkapazität etc. ist relativ einfach.

Dieses Konzept bezeichne ich als Absolute Impact Investing (vgl. [Positive Impact Investing von Karen Wendt](#)).

### **Absolute Impact Investing und offene Fonds**

Absolute Impact Investing erfolgt in der Regel direkt in Form von illiquiden Projektfinanzierungen oder indirekt über illiquide geschlossene Fonds. Solche Absolute Impact Investments sind zudem typischerweise kaum diversifiziert. Allerdings erwarten Anleger durchaus attraktive Renditen für diese Investments.

Seit einigen Jahren gibt es aber auch etwas liquidere und diversifiziertere Investmentstrukturen wie Mikrofinanzfonds. Für solche Investments sind die Renditeerwartungen aber relativ niedrig.

Seit Kurzem kommen immer mehr offene Investmentfonds an den Markt, die Impact im Namen führen oder SDG. SDG steht für die 17 nachhaltigen Entwicklungsziele (Sustainable Development Goals) der Vereinten Nationen. Diese Fonds streben typischerweise ähnliche Renditen bei vergleichbaren Risiken wie traditionelle Investments an und bieten zudem eine hohe Liquidität. So kann man also etwas Positives im Sinne der SDG ohne Nachteile für Geldanleger erreichen. Das hört sich sehr gut an. Aber bei „Too good to be true“ Ansätzen sollte man erst einmal skeptisch sein.

Einige Nachhaltigkeitsexperten sind kritisch bezüglich solcher Fonds. Ihre Hauptkritik ist oft, dass die Fonds vor allem in börsennotierte Aktien und Anleihen investieren. Damit würden die Fonds aber nur anderen Anlegern ihre Aktien oder Anleihen abkaufen. Das würde zu keinen zusätzlichen sozialen oder ökologischen Vorteilen führen, also zu keiner Additionalität.

Diese Kritik ist grundsätzlich berechtigt. Die Anbieter solcher Fonds weisen aber ebenfalls zu Recht darauf hin, dass eine zunehmende Nachfrage nach sogenannten Impactaktien oder



Impactanleihen den dahinterstehenden Unternehmen künftige Finanzierungen erleichtern würden. Höhere Aktienkurse können die Beschaffung zusätzlichen Eigenkapitals ermöglichen und vergünstigen. Zusätzliche Kreditnachfrage kann das verfügbare Kreditvolumen erhöhen und Kreditkosten senken. Solche Effekte sind jedoch kaum direkt messbar bzw. den Impactanlegern nicht direkt zuzuordnen.

Traditionelle Kritiker weisen auf das relativ stark eingeschränkte Investmentuniversum solcher Fonds hin. Ihre Hauptkritik ist typischerweise, dass solche Fonds keine attraktiven Renditen erzielen könnten oder sie zu hohe (Konzentrations-)Risiken eingehen würden. Dazu kenne ich keine aussagekräftigen Statistiken. Meine eigene Erfahrung mit solchen Investments ist seit dem Start meines entsprechenden Portfolios in 2017 aber sehr positiv.

Beides sind also keine ausreichenden Gründe, um liquide Impactinvestments in Aktien oder Anleihen grundsätzlich abzulehnen.

### **Relative Impact Investing**

Ich halte liquide Impactinvestments sogar für besonders attraktiv. So wollen viele Anleger gerne einen Großteil ihrer Vermögen liquide anlegen. Warum sollten sie ihr Geld in Aktien von Rüstungsunternehmen, Produzenten fossiler Energien, Softdrinkherstellern, Datenkraken oder ähnlichen Unternehmen anlegen?

Stattdessen können sie in Aktien von Gesundheitsunternehmen, Produzenten erneuerbarer Energien etc. investieren. Damit produzieren sie zwar keinen einfach direkt messbaren absolut positiven Impact, aber sie haben einen positiven relativen Impact im Vergleich zu traditionellen Aktien- und Anleiheinvestments. Deshalb nenne ich diesen Ansatz Relative Impact Investing.

### **Branchenorientierter Relative Impact Ansatz**

Allerdings ist es schwer, börsennotierte Unternehmen zu finden, die positiven Impact in Bezug auf die SDG der Vereinten Nationen haben können. Idealerweise möchten Anleger Aktien im Portfolio haben, die einen 100% positiven Impact haben. Es gibt bisher aber erst wenige Unternehmen, die ihren Umsatz oder ihre Kapitalinvestitionen (CapEx) mit positiven SDG Impact und zudem diejenigen mit einem negativen oder neutralen SDG Impact veröffentlichen. Nur wenn man diese Zahlen hat, kann man einen Netto-SDG Effekt kalkulieren. Und nur der Nettoeffekt ist entscheidend für eine Klassifikation als Impact oder SDG Investment.

Als ich 2017 mein erstes liquides Impact-Modellportfolio entwickelte, wählte ich deshalb einen Segmentansatz. So definiere ich vor allem Gesundheit, Infrastruktur, erneuerbare Energien und Wasserver- und Entsorgung als grundsätzlich SDG-kompatibel.

Zulässige Gesundheitsunternehmen dürfen aber nach meiner Definition keine Gentechnik und keine Tierversuche nutzen. Und Infrastrukturunternehmen werden nur in das Portfolio aufgenommen, wenn sie einen Schienen- oder Telekommunikationsfokus haben. „Fossile Energien“ stehen auf meiner Ausschlussliste und fossilfuellastige Flughafen- und Autobahnbetreiber arbeiten wohl auch kaum im Sinne der Förderung der 17 SDGs.

Außerdem möchte ich nur Unternehmen in ein solches Portfolio aufnehmen, die auch meine typischen Mindestanforderungen in Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Governancekriterien erfüllen. Konkret müssen die zulässigen Unternehmen zu den jeweils besten 50% bei diesen Kriterien zählen, um in mein Impactportfolio aufgenommen zu werden (vgl. <https://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/>).

### **Relative Impact ist nur schwer messbar**

Dieser ESG + Impactansatz kommt bei Interessenten gut an. Allerdings werde ich immer wieder gefragt, ob denn nicht auch irgendwie der absolute Impact dieses Portfolios gemessen werden kann. Aber das ist aus mehreren Gründen schwierig.

Zunächst haben wir geprüft, ob uns irgendwelche von unserem Datenanbieter Refinitiv gelieferten Informationen weiterhelfen. Positiv ist, dass es pro Aktie über 50 Datenfelder gibt, die irgendwie einzelnen der 17 SDG Ziele zugeordnet werden können. Dazu gehören Antworten auf Fragen wie „Does the company have a policy to avoid the use of child labor?“. Ein Ja oder Nein darauf hilft aber nicht viel weiter. Denn wenn man komplett nur in Deutschland produziert, braucht man eine solche Politik wohl nicht. Und wenn man eine solche Politik hat, heißt das noch lange nicht, dass sie gut ist und auch eingehalten wird.

Andere Datenfelder sind besser auswertbar, z.B: „Total community lending, financing and investments which are not considered donations“. Dafür gibt es aber offenbar für viele Unternehmen keine verlässlichen Daten.

Wir konnten aber einige Kennzahlen identifizieren, die uns geeignet für die Impactmessung erscheinen, zum Beispiel Emissions, Resource Use, Diversity, Inclusion und People Development Scores.

### **Selektions- versus Messkriterien**

Allerdings sind alle diese Scores Unterbestandteile der Umwelt- und Sozialratings, die wir bereits für die Selektion der Wertpapiere für unser Impactportfolio nutzen. Die spezifischen Unterscores für Diversität etc. helfen uns also nicht viel weiter. Wir könnten sie allenfalls höher gewichten als im Standard, aber wie? Denn Höhergewichtungen dieser Unterscores führen zu geringeren Gewichtungen anderer Subscores, die wir ebenfalls für wichtig halten.

Für die Selektion von Aktien bzw. Anleihen haben wir uns schon 2016 für separate Mindestwerte für die E, S und G Scores entschieden. Mit unseren Anforderungen, dass die E, S und G Scores zu den besten 50% gehören müssen, sind unsere Portfolios bisher meist sehr erfolgreich gewesen. Zusammen mit Mindestliquiditätsanforderungen und vielen und strengen Ausschlüssen erfüllen im Jahr 2020 nur knapp 70 Aktien alle unsere diesbezüglichen Anforderungen. Zusätzliche Mindestanforderungen zum Beispiel in Bezug auf die oben erwähnten Subscores für Inklusion würden unsere Investmentuniversum wahrscheinlich zu stark reduzieren.

Zum Jahresende planen wir wie jedes Jahr eine Überprüfung unserer Selektionskriterien. Dafür haben wir bereits eine gute Möglichkeit gefunden, unser zulässiges ESG + Impactuniversum auszuweiten, ohne die Impact- oder ESG-Anforderungen zu lockern.

## **Kritik an sogenannten ESG und Impact Progress und Momentum Ansätzen**

Die Fortschritte unserer Portfoliounternehmen in Bezug auf E, S, G und/oder die oben genannten Subscores wie Diversität können wir durchaus messen. Es ist aber gut möglich, dass die Fortschritte relativ gering ausfallen. Grund dafür sind unsere hohen Mindestanforderungen bei der Selektion.

Die Messung der Veränderungen macht außerdem nur dann wirklich Sinn, wenn man daraus Handlungen ableiten möchte. So ist es naheliegend ein Investment zu präferieren, welches einen möglichst großen Fortschritt zum Beispiel in Bezug auf Ressourcennutzung ermöglicht.

Firmen, die bisher sehr wenig in diesem Bereich unternommen haben, können mit einem relativ geringen Investment wahrscheinlich relativ schnell nennenswerte Verbesserungen erreichen. Andererseits müssen Unternehmen, die ihre Ressourcennutzung bereits in der Vergangenheit stark verbessert haben, wahrscheinlich relativ viel investieren, um weitere kleine Verbesserungen zu erreichen.

Sollten Anleger, die viel Impactverbesserung erreichen wollen, deshalb in „schlechte“ Unternehmen investieren. Sollten sie dafür sogar Geld aus „guten“ Unternehmen abziehen? Ich meine: Nein. Ich lege mein Geld lieber in besonders gute Unternehmen an und nicht in solche, die bisher wenig Soziales oder Ökologisches getan haben. Wenn andere Anleger das auch so sehen und wenn „schlechte“ Unternehmen das mit bekommen, sollten sie von allein genug Anreize haben, um besser zu werden.

Ähnlich kritisch sehe ich dementsprechend sogenannte ESG Momentum Ansätze. Dabei wird bevorzugt in solche Unternehmen investiert, die erste Fortschritte bei der Verbesserung einzelner oder aggregierter ESG-Scores zeigen. Auch dieser Ansatz führt dazu, dass man tendenziell in relativ schlechte Unternehmen investiert. Außerdem wird diesen Unternehmen das Anlegerkapital wieder entzogen, wenn sie gut geworden sind, um es in schlechtere ESG-Momentumaktien zu investieren. Eine derartige Bestrafung von guten Unternehmen finde ich nicht unterstützenswert (vgl. <https://prof-soehnholz.com/taxonomie-verantwortungsvoller-geldanlagen-praxisorientierter-vorschlag/>).

### **Relative Impact Messung kann nicht schaden**

Auch als Anleger in schon besonders gute Unternehmen kann man die Veränderung von Ratings messen. Die Frage ist dabei, welche Konsequenzen Verschlechterungen haben.

Wie bei ESG- und E-, S- und G-Ratings ist es unwahrscheinlich, dass sich Diversitäts-, Inklusions- etc. Ratings kurzfristig stark ändern. Da solche Ratings naturgemäß zudem unpräzise sind, muss man bei relativ geringen Verschlechterungen nicht unbedingt mit einem Divestment reagieren. Bei erheblichen negativen Änderungen kann man die entsprechende Aktie bzw. Anleihe aber aus dem Portfolio nehmen und durch ein besser geratetes Wertpapier ersetzen. Aber wie wird eine starke Veränderung definiert und wie oft soll gehandelt werden?

Bei den Impact+ESG Modellportfolios meiner Firma Diversifikator erfolgen die Überprüfungen und Änderungen typischerweise nur einmal pro Jahr. Die Ratings der Unternehmen in der Datenbank des Anbieters werden typischerweise mindestens einmal

jährlich auf Basis von Daten, die von den Unternehmen berichtet werden, ausgewertet. Ich nehme nur Wertpapiere von Unternehmen in das Modellportfolio, wenn die Mindestratings erfüllt werden. Alle anderen fallen entsprechend aus dem Modellportfolio heraus. Dabei ist die Portfolioumschichtung durch Ratingänderungen umso größer, je mehr Ratings geprüft werden. In meinem Fall müssen explizit E-, S- und G- Mindestratings gleichzeitig erfüllt werden, so dass zum Beispiel gute Governance kein schlechtes Sozialverhalten kompensieren kann. Wenn man Mindestanforderungen an zusätzliche Kriterien wie People Development hätte, würde sich der Turnover im Portfolio erhöhen.

Großanleger können aber wie bei anderen Anbietern auch eine laufende Überwachung der Portfolios beauftragen und müssen mit den Portfolioänderungen nicht bis zum nächsten Selektionszeitpunkt warten.

Zum Monitoring kann zudem ein zweiter ESG-Ratinganbieter hinzugezogen werden. Das kann deshalb sinnvoll sein, weil sich Ratings je nach Anbieter erheblich unterscheiden können. Aber auch dafür gilt: Mehr Kriterien bedeuten oft niedrigere Anforderungen pro Kriterium, damit noch ausreichend diversifizierte Portfolios zusammengestellt werden können.

Bei Nutzung von selbst umgesetzten Modellportfolios von Diversifikator können sogar Kleinanleger eine häufigere Überwachung mit Hilfe der kostenlosen öffentlichen ESG-Ratings von MSCI kosteneffizient umsetzen.

### **Relative Impact und Absolute Impact miteinander kombinieren**

Das nach diesen Regeln zusammengestellte ESG+Impact Portfolio von Diversifikator hat sich seit der Auflage 2017 sehr gut entwickelt. Es hat aus meiner Sicht einen relativ positiven Impact im Vergleich zu traditionellen und auch im Vergleich zu anderen ESG Portfolios. Der absolute Impact ist aber nicht verlässlich messbar.

Absolute Impact Anleger, die Wert auf die Messbarkeit von Impact legen, müssen Abschlüsse bei den Renditeerwartungen machen (Beispiel Mikrofinanzfonds) oder höhere Liquiditäts- und Konzentrationsrisiken eingehen (Beispiel Projektfinanzierungen) als Relative Impact Anleger.

Man kann aber auch beide Ansätze miteinander kombinieren. Wenn man dazu noch gut spendet, macht man wohl wenig falsch.

### **ABSOLUTE AND RELATIVE IMPACT INVESTING AND ADDITIONALITY (7-2020)**

The title of the article is probably only understandable for sustainability professionals. But the concept which I call Relative Impact Investing is relevant for all investors.

#### **The core terms: Impact and additionality**

First, I explain the most important terms in this context: So-called impact investing is typically about making a positive impact with the investment of money. For example, financing can be used to build a new hospital, a school, a renewable energy supply or similar projects.

In contrast to donations, it is expected that the invested money is returned. In addition, positive returns should be achieved. However, the expected returns are often lower than those of traditional investments.

It is usually also expected that the additional benefit of the investment is quantified. The aim is to achieve so-called additionality or additional social or ecological returns. Measuring such non-monetary returns in additional hospital beds, doctors, school children, solar plant capacity etc. is relatively simple.

I call this concept Absolute Impact Investing (see [Positive Impact Investing](#) by Karen Wendt).

### **Absolute Impact Investing and open funds**

Absolute Impact Investing usually is offered directly in the form of illiquid project financing or indirectly via illiquid closed-end funds. Moreover, such absolute impact investments are typically hardly diversified. However, investors do expect attractive returns on these investments.

In recent years, more liquid and diversified investment structures such as microfinance funds have also been available. For such investments the expected returns are relatively low.

Recently, more and more open-ended investment funds have been coming onto the market that carry Impact or SDG in their name. SDG stands for the 17 sustainable development goals of the United Nations. These funds typically seek similar returns and comparable risks as traditional investments and also offer high liquidity. They therefore achieve something positive in terms of SDG without disadvantages for investors. That sounds very good. But with „too good to be true“ approaches one should be sceptical.

Unsurprisingly, some sustainability experts are critical of such funds. Their main criticism typically is that the funds mainly invest in listed stocks and bonds. This would mean that the funds would only buy shares or bonds from other investors which would not lead to any additional social or ecological benefits, i.e. no additionality.

This criticism is basically justified. However, the providers of such funds also rightly point out that an increasing demand for so-called impact shares or impact bonds would make future financing easier for the companies behind them. Higher share prices can make it easier and cheaper to raise additional equity capital. Additional demand for credit can increase the available credit volume and reduce financing costs. However, such effects are hardly measurable directly or cannot be directly attributed to the impact investors.

Traditional critics also point to the relatively limited investment universe of such funds. Their main criticism is typically that such funds could not generate attractive returns or that they would take on too high (concentration) risks. I do not know any meaningful statistics on this. However, my own experience with such investments has been very positive since the launch of my corresponding portfolio in 2017.

Therefore, neither of these arguments are sufficient reasons to reject liquid impact investments in equities or bonds.

## **Relative Impact Investing**

I even consider liquid impact investments to be particularly attractive. Many investors would like to invest a large part of their assets in liquid assets. Why should they invest their money in shares of arms companies, fossil energy producers, soft drink producers or similar companies?

Instead, they can invest in shares of health care companies, producers of renewable energies, etc. While this does not produce an easily measurable absolute positive impact, I believe they have a positive relative impact compared to traditional equity and bond investments. Therefore, I call this approach Relative Impact Investing.

### **Sector-oriented Relative Impact Investing approach**

However, it is difficult to find listed companies that can have a positive impact on the United Nations' SDG. Ideally, investors want to have stocks in their portfolio that have a 100% positive impact. But there are only a few companies that publish the positive SDG impact on their sales or capital investments (CapEx) and a negative or neutral SDG Impact as well. Only if one has these numbers, one can calculate a net SDG effect. And only the net SDG effect is decisive for a classification as Impact or SDG Investment.

When I developed my first liquid impact model portfolio in 2017, I therefore chose a segment approach. In particular, I define health care, infrastructure, renewable energies and water supply and waste disposal as being fundamentally SDG-compatible.

However, according to my definition, licensed healthcare companies are not allowed to use genetic engineering or animal testing. And infrastructure companies are only included in the portfolio if they have a rail or telecommunications focus. „Fossil energies“ are on my exclusion list, and fossil-fuel-heavy airport and motorway operators are hardly likely to work in the spirit of promoting the 17 SDGs.

Furthermore, I only want to include companies in such a portfolio that also meet my typical minimum requirements in terms of environmental, social and governance criteria. Specifically, the companies permitted must be among the top 50% in each of these criteria in order to be included in my impact portfolio (see <https://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/>).

### **Relative impact is difficult to measure**

This ESG + impact approach is well received by interested parties. However, I am often asked whether the absolute impact of this portfolio can somehow be measured. But this is difficult for several reasons.

First of all, we have checked whether any of the information provided by our data provider Refinitiv is helpful. On the positive side, there are more than 50 data fields per share that can somehow be assigned to one of the 17 SDG targets. This includes answers to questions such as „Does the company have a policy to avoid the use of child labor?“. But a yes or no answer to these questions does not help much. Because if you produce completely only in Germany, you

probably don't need such a policy. And if you have such a policy, that doesn't mean that it is good and that it will be followed.

Other data fields are easier to evaluate, e.g.: „Total community lending, financing and investments which are not considered donations“. However, many companies apparently do not provide reliable data for this.

We still have been able to identify a number of key figures that we believe are suitable for impact measurement. These include emissions, resource use, diversity, inclusion and people development scores.

### **Selection versus measurement criteria**

However, these scores are subcomponents of the environmental and social ratings that we already use to select the securities for our impact portfolio.

For the selection of equities and bonds, we have already decided on separate minimum values for the E, S and G scores in 2016. With our requirements that the E, S and G scores must be among the top 50%, our portfolios have usually been very successful to date. Together with minimum liquidity requirements and many and strict exclusions, only just under 70 shares will meet all our requirements in 2020. Additional minimum requirements, for example in relation to the above-mentioned subscores for inclusion, would probably reduce our investment universe too much.

We plan to review our selection criteria at the end of the year, as we do every year. To this end, we have already found a good way to expand our permitted ESG + impact universe without relaxing the impact or ESG requirements.

### **Criticism of so-called ESG and impact progress and momentum approaches**

We can certainly measure the progress of our portfolio companies in terms of E, S, G and/or the subscores mentioned above such as diversity. However, it is quite possible that the progress is relatively small. The reason for this is our high minimum selection requirements.

Furthermore, measuring changes only really makes sense if you want to derive actions. It is obvious to prefer an investment that enables the greatest possible progress, for example in terms of resource use. Companies that have done very little in this area so far can probably achieve significant improvements relatively quickly with a relatively small investment. On the other hand, firms that have already greatly improved their resource use in the past are likely to have to invest relatively heavily to achieve further small improvements.

But should investors who want to achieve a lot of impact improvement invest in „bad“ companies? Should they even withdraw money from „good“ companies in return? I prefer to invest my money in particularly good companies and not in those that have done little social or environmental work in the past.

I am similarly critical of so-called ESG momentum investment. With this approach, preference is given to investing in companies that show initial progress in improving individual or

aggregated ESG scores. This approach also has a strong tendency to invest in relatively bad companies. In addition, these companies are also deprived of investor capital once they have become good, so that this capital can be invested in low-ESG Momentum stocks. I do not find such punishment of good companies worthy of support (see <https://prof-soehnholz.com/taxonomy-for-responsible-investments-avoiding-greenwashing/>).

### **Relative impact measurement cannot hurt**

Even as an investor in already particularly good companies, you can measure the change in ratings. The question here is what consequences deteriorations have.

As with ESG and E, S and G ratings, it is unlikely that diversity, inclusion, etc., will change significantly in the short term. Moreover, since such ratings are by their very nature imprecise, it is not necessary to react with divestment if the deterioration is relatively minor. However, in the event of significant negative changes, the corresponding share or bond can be removed from the portfolio and replaced by a better-rated security. The questions are how a major change is defined and how often to trade.

For the Impact + ESG model portfolios of my company Diversifikator, the reviews and changes are typically done only once a year. The ratings of the companies in the provider's database are typically evaluated at least once a year based on data reported by the companies. I only include securities of companies in the model portfolio if the minimum ratings are met. All others are dropped from the model portfolio accordingly. The more ratings are reviewed, the greater is the portfolio reallocation due to rating changes. In my case, explicit E, S and G minimum ratings must be met simultaneously, so that good governance, for example, cannot compensate for poor social behaviour. If I would use minimum requirements for additional criteria such as people development, the portfolio's turnover would increase. As with other portfolio providers, large investors can commission ongoing monitoring of the portfolios and do not have to wait until the next selection date before making changes to the portfolio.

A second ESG rating provider can also be called in for monitoring purposes. This can be useful because ratings can vary considerably depending on the provider. The following also applies here: more criteria often mean lower requirements per criterion, so that sufficiently diversified portfolios can still be put together.

Using self-implemented model portfolios from Diversifikator, even retail investors can cost-effectively implement more frequent monitoring using the free public ESG ratings from MSCI.

### **Combining Relative Impact Investing and Absolute Impact Investing**

The ESG + Impact portfolio of Diversifikator, which was compiled according to these rules, has performed very well since its 2017 launch. In my view, it has a relatively positive impact compared to traditional and also compared to other ESG portfolios. However, the absolute impact cannot be measured reliably.

Absolute Impact Investors who attach importance to the measurability of impact must reduce their expected returns (example: microfinance funds) or take higher liquidity and concentration risks (example: project financing) than Relative Impact Investors.



One can also combine both approaches. If you donate well in addition, you will probably do little wrong.

## PUREESG" UND "REVERSE-ESG-INTEGRATION": BEWEISUMKEHR NÖTIG! (7-2018)

Bei Wissenschaftlern und institutionellen Anlegern scheint sich die Meinung durchzusetzen, dass Geldanlage mit Berücksichtigung von Environment, Social und Governance (ESG) Kriterien weder Renditen senkt noch Risiken erhöht. Oft werden sogar positive Auswirkungen festgestellt (siehe auch [hier<sup>135</sup>](#)). Dabei müssen ESG Anlagen gar nicht besser performen als andere Anlagen. Bei gleicher Performance spricht fast alles für die nachhaltige beziehungsweise verantwortungsvolle Geldanlage (s.a. [hier<sup>136</sup>](#)). Daher ist eine Beweisumkehr nötig: Ignoranten von ESG-Kriterien müssen beweisen, dass ihr Ansatz besser ist! ESG-ETFs bzw. PureESG Portfolios von Diversifikator können dafür als Benchmarks genutzt werden.

### Sehr unterschiedliche ESG Ansätze

Immer mehr Vermögensverwalter mit Fokus auf institutionelle Anleger nutzen inzwischen ESG Kriterien für die Kapitalanlage. Typischerweise wird dabei der etablierte Investmentansatz des Anbieters um Ausschlüsse z.B. von Streubombenherstellern ergänzt. Auch wenn nur wenige Ausschlüsse und keine speziellen ESG-Selektionskriterien genutzt werden, bezeichnen Anbieter solche Portfolios manchmal als "verantwortungsvoll" bzw. ESG-konform.

Zahlreiche Assetmanager verzichten neben Streumunion auf - je nach Anbieter bzw. Kunde durchaus unterschiedliche - andere Marktsegmente, die von Anlegern als "verantwortungslos" eingeschätzt werden. Die neueste Mode ist der Ausschluß von Energieversorgern, die überwiegend Kohle, Öl oder Gas einsetzen (Stichwort „Carbon Risk“).

Manche Vermögensverwalter exkludieren zusätzlich die Unternehmen aus anderen Branchen mit den schlechtesten ESG Rankings. In weitergehenden Ansätzen investieren Vermögensverwalter nur in die besten Unternehmen nach ESG Kriterien („Best-in Class“). Dabei werden oft branchenabhängige Mindestkriterien genutzt, um eine möglichst breite Branchenabdeckung zu erreichen. So kommen auch Unternehmen mit relativ schlechten ESG-Werten in manche "verantwortungsvolle" Portfolios.

### Neue Moden ESG-ETFs und Momentum-Strategien

Anbieter von ESG bzw. SRI (Socially Responsible Investment) ETFs (Exchange Trade Fonds) verfolgen typischerweise einen Best-in-Class Ansatz. Bis 2017 haben solche

---

<sup>135</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2699610](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2699610)

<sup>136</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>

"verantwortungsvollen" ETFs ein Schattendasein geführt, in 2017 und 2018 sind sie aber stark gewachsen.

Eine zusätzliche Möglichkeit ESG-Kriterien zu nutzen, ist die aktive Einflussnahme durch Stimmrechtsausübung. Damit kann sogar gerechtfertigt werden, weiterhin bei nach ESG Kriterien relativ schlechten Unternehmen investiert zu bleiben. Dabei wird damit geworben, dass man bei schlechten Unternehmen umfassendere Verbesserungen und damit auch Wertsteigerungen erreichen kann als bei Unternehmen, die nach ESG Kriterien bereits als "gut" einzustufen sind.

ESG-Momentum Strategen setzen auf - meist relativ "verantwortungslose" - Unternehmen, die aber bereits eine ESG-Ratingverbesserung gezeigt haben. ESG-Momentum-Anleger nutzen ihre Stimmrechte nicht unbedingt zur aktiven Einflußnahme aus.

Alternativ könnte man nur in die nach ESG-Kriterien bereits "guten" Unternehmen anlegen. Wenn institutionelle Anleger das machen würden, kann man davon ausgehen, dass "nicht gute" Unternehmen erhebliche Anstrengungen unternehmen werden, um ebenfalls Kapital von institutionellen Anklägern anzuziehen.

Am weitesten scheint inzwischen der "ESG-Integrationsansatz" verbreitet zu sein, bei dem ESG Kriterien zusätzlich zu bestehenden „ökonomischen“ Selektionskriterien des jeweiligen Vermögensverwalters genutzt werden. Bei manchen Anbietern haben ESG-Kriterien aber so nur einen sehr kleinen Einfluß auf die Titelselektion. Manchmal scheinen die ESG-Kriterien daher vor allem aus Marketinggründen bzw. zum sogenannten Greenwashing genutzt zu werden und nicht aus Überzeugung, dass ESG-Investing gut für Anleger und andere Stakeholder der Unternehmen ist.

### **ESG-Faktorinvestments als neueste Mode**

Die neueste Mode sind ESG Faktoransätze. Bisher wurden Faktorprodukte mit dem Anspruch verkauft, auf Faktoren wie (früher) Value, Small Cap oder Momentum oder (heute) Low Volatility oder Quality zu setzen, um eine bessere Performance für Anleger zu erreichen. Jetzt gibt es die ersten Produkte, die auf ESG als angeblichen Outperformancefaktor setzen. Wenn Anleger künftig so wirklich eine Outperformance erzielen, ist das sicher positiv. Realistisch ist eher, dass - wie bei traditionellen Faktoren - auch die Prognose von ESG-Faktoren, die langfristig Outperformance liefern sollen, sehr schwer ist und Anleger von ESG-Faktoransätzen enttäuscht werden.

### **Alternative: Passiver "PureESG" Ansatz ohne Repräsentativitätsanspruch**

Von diesen Ansätzen ist meine Firma Diversifikator am ehesten den ESG Indexanbietern zuzuordnen. Die Gemeinsamkeit mit Indexanbietern besteht darin, dass Diversifikator ebenfalls (bis auf Liquiditätskriterien und eine Grenze für "maximale 12Monatsverluste") ausschließlich ESG Kriterien zur Titelselektion bzw. Portfoliobildung nutzt und dabei komplett regelbasiert und optimierungsfrei vorgeht. Dieser Ansatz wird als "Pure ESG" bezeichnet.

Anders als ESG-ETF-Anbieter erhebt Diversifikator aber nicht den Anspruch, Märkte bzw. Marktsegmente repräsentativ abzudecken bzw. nur niedrige Abweichungen (Tracking Errors/Differences) zu traditionellen Indizes zuzulassen.

Dabei nutzen ESG-ETF-Anbieter bisher ausschließlich Indizes, die Titel nach ihrer Marktkapitalisierung gewichten. Diversifikator dagegen nutzt Gleichgewichtungen der Wertpapiere. Dafür gibt es mehrere Gründe: Kapitalgewichtung führt dazu, dass einige Anlagesegmente aber teilweise auch Einzelaktien, die eine besonders gut Performance hatten, oft einen hohen Portfolioanteil haben, was hohe Verlustrisiken bedeutet.

Statistisch zeigt sich, dass kapitalgewichtete Portfolios oft besonders schlecht rentieren im Vergleich zu alternativen Gewichtungen (siehe "[Plädoyer für gleichgerichtete Benchmarks](#)"<sup>137</sup>). Die Gleichgewichtung ist eine prognosefreie Gewichtungsform mit sehr wenigen Annahmen. Um hohe Umschichtungskosten zu vermeiden, wird nur ein Mal pro Jahr rebalanziert, was sich in zahlreichen Analysen als effizient erwiesen hat (siehe Rebalanzierungen im Detailmenu auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

## "Reverse ESG-Integration" und mehrere ESG-Weltneuheiten

Das Vorgehen von Diversifikator kann man am besten anhand von Beispielen erklären:

1) Das Anfang 2016 aufgelegte (weltweit erste?) **ESG Portfolio aus ETFs** versucht die aggregierte Kapitalanlage aller Marktteilnehmer weltweit mit ESG ETFs nachzubilden. Da bisher nur Aktien- und Unternehmensanleihen ESG-ETFs in Deutschland angeboten werden, beschränkt sich das Portfolio aktuell auf diese beiden Anlagesegmente. Seit Januar 2017 wird zusätzlich ein ESG ETF-Portfolio mit Trendfolgesteuerung angeboten.

Das (weltweit erste?) Islamic ETF Portfolio muss dagegen noch komplett mit Aktien-ETFs auskommen. Um die Einheitlichkeit der ESG Kriterien sicher zu stellen, werden dabei nur ETFs auf ESG Indizes eines Anbieters genutzt, wofür mit MSCI derjenige mit dem breitesten Angebot an solchen Indizes ausgewählt wurde.

2) Seit Anfang 2017 werden auch (die weltweit ersten?) regelbasierten Infrastrukturaktien-, Immobilienaktien- und Deutsche Aktien **PureESG Portfolios** angeboten. Im Mai 2017 kamen zwei globale PureESG Aktienportfolios hinzu. Diese nutzen sehr weitgehende Ausschlüsse und Mindestanforderungen an ESG-Kriterien zur Einzelaktienselektion. Zusätzlich werden die Aktien mit den höchsten Jahresverlusten der Vorperiode ("Max Loss") ausgeschlossen. Das kann man als "PureESG" oder als "Reverse-Integration" Ansatz bezeichnen, weil ESG- und nicht ökonomische Kriterien die Titelselektion bestimmen. Ein "Reverse Integration" Ansatz würde mit einem reinen ESG Portfolio starten und zusätzliche Nicht-ESG Kriterien nutzen, wenn diese die Performance verbessern können.

---

<sup>137</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

Insgesamt ergibt sich so ein sehr breites Angebot an konsequenten "puren" ESG Investmentlösungen. Mir ist kein Anbieter mit einer so breiten PureESG-Palette bekannt.

### **Kleine Änderungen des Selektionsverfahrens können zu starken Portfolioänderungen führen**

Dabei wissen nicht alle Anleger, welche Auswirkungen "kleine" Regeländerungen haben können. Alleine die Reihenfolge der Anwendung von Kriterien kann zu sehr unterschiedlichen Portfolios führen. So haben wir zu Anfang 2018 nur die Reihenfolge der Anwendung von zwei Selektionskriterien geändert ("Ausschluss der Aktien mit den höchsten Verlusten erst nach den ESG Analysen", siehe [hier](#)<sup>138</sup>). Das hat uns trotz gleichzeitig erhöhter Mindestanforderungen an ESG-Kriterien ermöglicht, die Anzahl der Aktien im Deutsche Aktien ESG Portfolio fast zu verdoppeln.

### **Attraktive Performance**

Interessant ist, dass die Performance der konsequent auf wenigen einfachen Regeln basierenden ESG-Portfolios - nicht nur der Rückrechnungen - ganz überwiegend sehr attraktiv ist.

Rückrechnungen von regelbasierten Portfolios können grundsätzlich einfacher erstellt und geprüft werden, als solche von aktiven Portfolios. Wenn die Regeln allerdings so aufgestellt wurden, dass sie eine möglichst gute Rückrechnungsperformance ergeben, wie das bei vielen "Smart-Beta" Portfolios der Fall ist, sind Rückrechnungen trotzdem kaum verlässlich. Auch komplexe und je nach Anlageuniversum differenzierte Regeln deuten auf "Beschönigungen" von Rückrechnungen hin.

Die Regeln der ESG-Portfolios von Diversifikator Portfolios wurden aufgrund von Erfahrungen und wissenschaftlichen Untersuchungen aufgestellt. Außerdem wurden diese Regeln vor den Rückrechnungen "eingefroren" und nicht so lange modifiziert, bis gute Rückrechnungen erreicht wurden, wie das bei neuen Produkten schon mal vorkommen soll ("Data Mining"). Hinzu kommt, dass für alle Anlagesegmente dieselben Regeln verwendet werden.

Nur in einem Fall wurden vor der Umsetzung verschiedene Regeln getestet. Allerdings wurden alle getesteten Regeln und die Ergebnisse aller Rückrechnungen dokumentiert und stehen permanent online (siehe "Archiv" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und speziell hier<sup>139</sup>). Es wurden auch nicht die Regeln mit den jeweils besten Rückrechnungsergebnissen ausgewählt sondern möglichst robuste Regeln, die für möglichst viele Portfolios akzeptable Rückrechnungsergebnisse zeigten. Damit wurden die strengen Anforderungen an Evidence

---

<sup>138</sup> <http://prof-soehnholz.com/sehr-gute-pure-esg-performance-und-diversifikators-regelaenderungen-fuer-2018/>

<sup>139</sup> <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Diversifikator%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf>

based Investment Analysen (EBIA, siehe [hier](#)<sup>140</sup>) erfüllt, schon bevor dieser Begriff geprägt wurde.

Typischerweise sind die Echtperformances neuer Produkte schlechter als die Backtests. Das ist bei den ESG Portfolios von Diversifikator bisher oft umgekehrt: ESG-Portfolios von Diversifikator zeigen ähnliche Rückrechnungsergebnisse wie konventionelle ETFs, dafür ist die Echtperformance eher besser als die vergleichbarer konventioneller ETFs. Faktoranalysen zeigen, dass auch die Diversifikation der ESG-Portfolios gut ist (siehe "Faktoranalysen" im Detailmenu auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

## **Beweisumkehr und Nutzung von PureESG Benchmarks nötig**

„Aktive“ Portfoliomanager wehren sich oft gegen die umfassende Nutzung von Ausschluß- und Best-in-Class ESG-Kriterien, weil sie Performancenachteile befürchten. Wenn kostengünstiges „falsches“ "PureESG"-Vorgehen wie das von Diversifikator aber eine genauso gute oder sogar bessere Performance bringt als aktive Portfoliomanager, sollten sich Anleger überlegen, ob sie nicht lieber „passive“ bzw. regelbasiert-optimierungsfreie ESG Portfolios nutzen sollten. Zumindest sollten sie künftig aktive Portfoliomanager an PureESG Benchmarks messen.

Es muss also zu einer Beweisumkehr kommen: Traditionelle Geldanlageanbieter müssen zeigen, dass ihre Portfolios pure ESG Konzepte outperformen.

Hinweis: Das detaillierte ESG-Vorgehen von Diversifikator wird im Dokument "[Das Diversifikator Buch](#)<sup>141</sup>" beschrieben.

## **SEHR GUTE "PURE" ESG PERFORMANCE UND DIVERSIFIKATORS REGELÄNDERUNGEN FÜR 2018 (1-2018)**

Diversifikator nutzt einen "most-passive" Investmentansatz. Das heißt aber nicht, dass es keine Regeländerungen gibt. Eine der Regeln besagt nämlich, dass spätestens zum Jahresende alle Regeln überprüft werden müssen ("kontinuierlicher Verbesserungsprozess"). Vor allem wenn neue relevante wissenschaftliche Erkenntnisse vorliegen, können die Regeln auch verändert werden. Aber auch Anregungen von Anlegern und Interessenten an den Portfolios können berücksichtigt werden. Dabei sollen Regeln aber nur behutsam geändert werden. Im Folgenden haben wir die wichtigsten Regeländerungen für 2018 aufgeführt und die Performance für 2017 analysiert:

### **1) Aktualisierte Regeln für die ETF-Portfolios**

Es liegt kein relevantes neues Research zum realen Weltmarktportfolio (WMP) vor, welches zu Veränderungen des WMP Basis von Diversifikator Portfolios führen. Das

---

<sup>140</sup> <http://prof-soehnholz.com/finanzanalysten-und-produktanbieter-koennten-probleme-mit-evidence-based-investment-analysis-ebia-haben/>

<sup>141</sup> <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/180101-Das-Diversifikator-Buch.pdf>

Weltmarktportfolios Basis und auch die daraus abgeleiteten Portfolios werden daher auf die Allokation vom 1.1.2017 zurückgesetzt. Da ausländische thesaurierende ETFs nach der Investmentsteuerreform, die zu Beginn 2018 in Kraft tritt, steuerlich nicht mehr aufwändiger sind, werden sie künftig bei der Selektion nicht mehr benachteiligt. Das WMP Stars wird aufgrund geringer Ratingänderungen in der Vergangenheit künftig so wie alle anderen Portfolios nur noch einmal pro Jahr geändert.

## **2) Portfolioänderungen aufgrund neuer/günstigerer ETFs**

Neu am Markt erhältliche ESG-ETFs für europäische Unternehmensanleihen führen zu je einem zusätzlichen ETF in den zwei ESG ETF Portfolios. Mit einem dadurch insgesamt höheren Anleiheanteil nähert sich die Asset-Allokation der des WMP Basis. "Alternatives" gibt es jedoch weiterhin nicht als ESG-ETFs. Anleger können jedoch die Real Estate und Infrastruktur ESG-Portfolios von Diversifikator nutzen.

Darüber hinaus gibt es nur wenige Änderungen einzelner ETFs, die vor allem darauf zurückzuführen sind, dass etwas günstigere ETFs angeboten werden als bisher. Eine relevante Kostenreduktion von 0,21% p.a. gibt es jedoch bei einem ETF auf europäische Immobilienaktien. Insgesamt wird in den WMP Basis Portfolios ein ETFs ausgetauscht, 4 beim WMP Basis Income und einer beim WMP S.

## **3) Direkte regelgebundene „pure ESG“ Aktienportfolios**

Diversifikator nutzt ab 2018 die geänderten E, S und G Definitionen von Thomson Reuters zum jeweils letzten verfügbaren Stand.

Aufgrund des zunehmend größeren Universums von nach ESG-Kriterien beurteilten Aktien konnten die Anforderungen an ESG-Mindestkriterien erhöht werden. Research der Universität Leipzig zeigt, dass schon der Ausschluss von Aktien ohne ESG Rating attraktiv ist. Diversifikator schließt zusätzlich jetzt auch alle Aktien aus, die die jeweils 25% schlechtesten E, S oder G Ratings haben. Dadurch, dass künftig der Ausschluss der Aktien mit den höchsten Verlusten erst nach den ESG Analysen erfolgt, kann die Titellanzahl in den Portfolios trotzdem steigen. Falls Titel im Laufe des Jahres herausfallen, wie es zum Beispiel bei Immobilienaktien durch Akquisitionen erwartet wird, werden diese erst zu Jahresende ersetzt.

Trotz der Regeländerungen bleiben 12 der 15 Titel des Jahres 2017 auch 2018 im Deutsche Aktien ESG Portfolio. Zwei der drei Abgänge (Brenntag, Linde, Infineon) sind darauf zurückzuführen, dass die Ausschlüsse von Unternehmen mit signifikanten Aktivitäten im Bereich fossiler Energieträger jetzt auf alle ESG Aktienportfolios angewendet werden (Diese wurden seit deren Start im Mai 2017 für die globalen Aktienportfolios verwendet, jedoch noch nicht für die drei Ende 2016 gestarteten Portfolios). Zusätzlich können 10 weitere Titel die aktualisierten Selektionskriterien erfüllen, so dass mit jetzt 25 Titeln schon fast die Zielanzahl von 30 erreicht wird. Das Portfolio ist gut nach Branchen diversifiziert.

Im Real Estate ESG Portfolio bleiben 11 Titel unverändert. Das Portfolio bleibt weiter gut diversifiziert nach Immobiliensegmenten, hat mit künftig fast 50% aber eine relativ hohe Allokation zu Unternehmen mit Hauptsitz bzw. Börsennotierung in Großbritannien.

Beim Infrastructure ESG Portfolio bleiben 12 von 30 Titeln erhalten. Das Portfolio bleibt gut diversifiziert nach Ländern und Segmenten.

Erwartungsgemäß ergeben sich die meisten Änderungen beim Portfolio mit den weitestgehenden Anforderungen, nämlich beim Global Equities ESG S, bei dem sich alle 5 Titel ändern. Das liegt unter anderem daran, dass die ESG-Ratings der besten Titel sehr eng beieinander liegen.

Im Global Equities ESG Portfolio bleiben 12 der 30 Positionen auch 2018 im Portfolio. Die Segmentdiversifikation beim globalen ESG Portfolios bleibt gut, aber beide globale ESG Portfolios werden US-lastiger. Das liegt auch daran, dass die meisten Aktien des relevanten US Universums in 2017 bei den maximalen Verlusten besonders gut abschnitten.

#### **4) Sehr gute 2016er Performance der ETF-Portfolios wird 2017 nicht durchgehalten**

Die Performance des Weltmarktportfolio Basis (+0,8%) und damit auch der daraus abgeleiteten Portfolios war im Gegensatz zum sehr guten Jahr 2016 nicht gut (das 50/50 ETF Benchmarkportfolio hat +4,8% erreicht). Da die Portfolios die Kapitalanlage aller Investoren weltweit abbilden, werden Währungskurse nicht gehedgt. Die hohe Allokation zum US Dollar hat sich daher in 2017 besonders negativ bemerkbar gemacht. Auch die aus dem „echten“ Weltmarktportfolio abgeleiteten recht hohen Allokationen zu alternativen Anlagen (Alternatives ETF-Portfolio +0,8%) wie Immobilien und Infrastruktur aber auch einige Rohstoffsegmente haben sich in 2017 im Gegensatz zu 2016 negativ ausgewirkt.

Das Islamic ETF-Portfolio (+7,7%) und das ESG ETF-Portfolio (+5,2%) haben in 2017 befriedigend rentiert. Wenn man 2016 einbezieht, sind die Renditen fast aller Portfolios weiterhin gut bis sehr gut. Die Trendfolgeportfolios, die in relativ gleichmäßig steigenden Märkten üblicherweise nicht sehr gut abschneiden, und auch das „Stars“ Konzept, also die ratingbasierte ETF-Selektion, haben sich allerdings noch nicht bewährt.

#### **5) Herausragende Performance der ESG-Aktienportfolios trotz 1,19% Kostenpauschale**

Das Deutsche Aktien ESG Portfolio hat +20,8% erreicht. Eine vergleichbare Mischung aus DAX und MDAX ETFs hätte ca. +14,3% erreicht. Das sind +6,5 Prozentpunkte Outperformance.

Das Infrastructure ESG Portfolio hat +15,7% erreicht. Der Vergleichs-ETF +4,2% (DBXT S&P Global Infrastructure ETF 1C). Das sind +11,5 Prozentpunkte Outperformance.

Das Real Estate ESG Portfolio hat 9,4% erreicht. Der Vergleichs-ETF -4,6% (SPDR® Dow Jones Global Real Estate ETF). Das sind +14,0 Prozentpunkte Outperformance.

Auch die beiden Global Equities ESG Portfolios haben den Vergleichs-ETF seit ihrem Start Anfang Juni erheblich outperformt.

Das ist besonders erfreulich, denn die genutzten Ausschlusskriterien sind sehr umfassend und es wurden auch keine Restriktionen z.B. in Bezug auf Länder oder Marktsegmente angewendet. Wieder einmal zeigt sich: Kapitalanlage nach ESG Kriterien führt nicht unbedingt zu schlechteren Anlageergebnissen.

## REGELÄNDERUNGEN FÜR 2019: DIE PORTFOLIOS MIT DEN WOHL STRENGSTEN ESG ANFORDERUNGEN (1-2019)

Die durchgängig regelgebundenen Portfolios von [Diversifikator](#) haben in 2018 alle mit Verlusten abgeschlossen. Drei Viertel der Portfolios waren aber zumindest besser als ihre Benchmarks. Trotzdem wurden die Regeln aller Portfolios Ende 2018 überprüft. Dabei kam es nur zu wenigen Änderungen für 2019. Vor allem die Anforderungen an verantwortungsvolle ESG (Environmental, Social, Governance) Portfolios wurden nochmals erhöht (zu den [Regeländerungen für 2018](#) siehe hier).

### Regeln für Regeländerungen

Evidenzbasierte Portfolios sollten nicht auf willkürlichen Regeln oder Regeländerungen basieren (siehe [Evidence Based Investments](#)). Diversifikators Regeln wurden konzeptionell auf Basis von wissenschaftlichem Research und praktischen Erfahrungen entwickelt (siehe [Das Diversifikator Buch](#)). Die Regeln sollen vor allem möglichst einfach, einheitlich für alle vergleichbaren Portfolios und kostengünstig umzusetzen sein.

Regelgebundene Portfolios sollten auch Regeln für Regeländerungen haben. Die Regeln von Diversifikator müssen einmal pro Jahr systematisch überprüft werden. Diversifikator vermeidet Datamining (siehe [hier](#)), also die aktive Suche nach „pseudo-optimalen“ Rückrechnungsergebnissen. Rückrechnungen werden typischerweise nur einmalig zum Start eines neuen Portfolios gemacht und nur um festzustellen, ob die Regeln zu akzeptablen Performances geführt hätten. Es wird bewusst nicht nach Outperformance gegenüber adäquaten Benchmarks gesucht, denn Diversifikator hat kein Outperformanceziel (siehe z.B. Abschnitt 1.5. in [Das Diversifikator Buch](#)).

Keine der bisherigen Regeländerungen erfolgt also aufgrund von schlechter Performance oder Rückrechnungen. Regeländerungen dienen vor allem der noch besseren Fokussierung von Portfolios oder sollen Portfolioerstellung und/oder Portfolioänderungen erleichtern bzw. günstiger machen.

### Viele neue ESG ETFs

Seit der ersten Definition der Regeln für das **ESG ETF-Portfolio** in 2015 (Originalregeln und weitere Informationen zu diesen und den weiteren Portfolios siehe „[Das Diversifikator Buch](#)“) sind zahlreiche weitere ESG-ETFs an den Markt gekommen. Außerdem steigen Anforderungen



von Anlegern in Bezug auf ESG-Selektionskriterien. Zum 31.12.2018 wurden die Regeln zur ESG ETF-Selektion daher konkretisiert.

Dabei gilt weiterhin, dass möglichst viele Anlagesegmente des Weltmarktportfolios Basis mit ESG-ETFs abgedeckt werden (zu dem „most-passive“ Weltmarktkonzept siehe auch Anmerkungen weiter unten). Diese ESG-ETFs sollen möglichst strengen ESG-Kriterien genügen.

### **Regeländerungen für ESG-ETF Portfolios: Mehr Ausschlüsse**

Innerhalb jedes Segmentes wie Aktien oder Unternehmensanleihen gelten seit Ende 2018 die folgenden Regeln: Zuerst werden die ETFs mit den meisten „anerkannten“ Ausschlußkategorien gesucht (siehe auch [hier](#); relevante Kategorien und weitere Definitionen bzw. Taxonomie siehe DVFA-Kriterienliste [hier](#)). Der Bezug auf anerkannte Kategorien ist wichtig, weil ein einziger Ausschluss aller Waffen umfassender sein kann als der Ausschluss von zwei (Unter-)Kategorien wie Streu- und Atombomben. Mit diesen zwei Ausschlüssen wären viele andere Waffenkategorien wie Z.B. Handfeuerwaffen zulässig.

Bei zwei ETFs mit der gleichen Anzahl von Ausschlußkategorien, wird der ETF auf Basis des Indexes mit den höheren ESG-Anforderungen gewählt. Diese Selektionsreihenfolge ist wichtig, weil z.B. sogenannte ESG-Leaders Indizes, die die „besten“ ESG-Unternehmen beinhalten sollten, typischerweise keine oder nur sehr wenige Ausschlüsse nutzen. Sie können z.B. Aktien von Alkoholherstellern enthalten, die kritische ESG Anleger nicht in ihren Portfolios haben möchten. Da es genug ([SRI ETFs](#)) mit relativ umfassenden Ausschlüssen gibt, sind keine ESG-Leaders ETFs im ESG ETF Portfolio.

Außerdem werden sogenannte Best-In-Universe Ansätze gegenüber Best-In-Class Ansätzen bevorzugt. So sollten keine Ölproduzenten ins Portfolio kommen, die gute ESG Scores im Vergleich zu anderen Ölproduzenten („Best in Class“ Ansatz) haben. Idealerweise werden also alle Ölproduzenten ausgeschlossen, weil ihre „E“-Rankings im Vergleich zu allen anderen bewerteten Aktien („Best in Universe“ Ansatz) typischerweise sehr schlecht sind.

Die Regeln von Diversifikator schliessen damit auch sogenannte Progress- bzw. Momentum-Ansätze aus, bei denen in „schlechte“ Unternehmen investiert wird, um von ESG-Verbesserungen zu profitieren.

Grundsätzlich würden ETFs präferiert werden, die jeweils Mindestwerte für E, S und G Scores nutzen und nicht nur für aggregierte ESG-Scores. So soll sichergestellt werden, dass z.B. schlechte Sozial-Werte nicht durch gute Governance-Werte kompensiert werden können. Solche ETFs gibt es aber derzeit noch nicht.

### **Liquidität und Alter von ETFs sind nicht so wichtig**

ESG-Indizes ohne Konzentrationslimits werden gegenüber solchen mit Konzentrationslimits („Capped“) als ETF-Basis präferiert. Bei „Capped“ Indizes werden Allokationen zu einzelnen guten ESG Titel beschränkt, um Konzentrationsrisiken im Portfolio zu reduzieren. Wir sehen

aber eine hohe ESG Qualität als wichtiger an als das Risiko einer zu hohen Konzentration, vor allem da das ESG-ETF Portfolio ein Multi-ETF und grundsätzlich sogar ein Multi-Asset Portfolio ist.

Sonstige ETFs die unter das Label ESG fallen könnten haben meist nur einen Fokus auf E, S oder G wie z.B. CO2, Wasser, Renewables oder Gender/Diversity und werden daher nicht genutzt. Und projektbezogene wie einige „Green Bond“ ETFs werden ausgeschlossen, da nur insgesamt „guten“ Unternehmen Kapital zufließen soll (zur Begründung siehe auch DVFA, s.o.).

Im unwahrscheinlichen Fall, dass es nach Anwendung all dieser Kriterien noch gleichwertige ESG-ETF gibt, gelten die bisherigen Selektionsregeln zusätzlich, d.h. Gewichtung der ETFs nach Marktkapitalisierung, um dem Weltmarktportfolio möglichst nahe zu kommen, Präferenz für thesaurierende gegenüber ausschüttenden ETFs und niedrige (zu erwartende) Tracking Differenz gegenüber Vergleichsbenchmarks, d.h. vor allem niedrige Kosten.

Da die Portfolios nur einmal pro Jahr rebalanziert werden, ist Liquidität der ETFs kein Selektionskriterium. Und da ETFs regelbasiert sind, spielt auch das Alter des ETF keine Rolle, denn vergangene Regelperformance kann typischerweise relativ einfach nachgebildet werden.

### **Regeländerungen: Jetzt auch mit ESG Allokation zu „Staatsanleihen“**

Die bisher aufgeführten Änderungen der Regeln hatten allerdings keine Auswirkungen auf die ETF-Selektion, da die Regeln schon seit 2015 zwar nicht so detailliert aber dafür bereits streng waren. Die aktuellen Änderungen der ETFs im ESG ETF-Portfolio und dem ESG ETF-Portfolio Trend erfolgten, weil ein ausschüttender ETF durch einen nicht-ausschüttenden ersetzt wurde und ein kostengünstigerer für einen teureren ETF ins Portfolio kam.

Zusätzlich ergaben sich Portfolioänderungen wegen eines neu verfügbaren ESG Segmentes. Da es noch keine ESG-Staatsanleihe ETFs gibt, dienen künftig die seit Ende 2018 in Deutschland verfügbaren [Sustainable Development Bank Bond ETFs](#) als Ersatz, da solche Entwicklungsbanken oft staatsfinanziert und -garantiert sind.

Das ESG-ETF Portfolio ist zwar nicht mehr das einzige uns bekannte derartige öffentlich angebotene Portfolio weltweit, aber mit ziemlicher Sicherheit ist es weiterhin das Investmentfondsportfolio mit den strengsten ESG Anforderungen. Trotzdem hat es sich seit der Auflage in 2015 auch im Vergleich zu nicht ESG-Benchmarks sehr gut entwickelt (siehe z.B. Performancegrafiken auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

### **Regeländerungen für direkte Aktienportfolios: Strengere Anforderungen an E, S und G**

ESG-Datenanalysten weiten das Universum der von ihnen beurteilten Unternehmen immer weiter aus. Das hat uns ermöglicht, nach den Änderungen zu Ende 2017 (siehe [hier](#)), unsere Selektionskriterien für die direkten Aktienportfolios noch weiter auf jetzt die besten 50% zu verschärfen. Das heißt, dass künftig nur noch Titel ins Portfolio kommen, deren E, S und G

Ratings jeweils in der besseren Hälfte aller von Thomson-Reuters beurteilten Titel liegen (Best of Universe Ansatz).

Außer diesen ESG-Anforderungen werden nur noch die gleichen Anforderungen wie bisher an maximal zulässige Verluste der Aktien, Kapitalisierung und Liquidität gestellt. Wir bezeichnen diesen Ansatz als PureESG, weil Aktien (fast) nur nach ESG Kriterien selektiert werden. Er ist am ehesten vergleichbar mit ebenfalls regelbasierten ESG-Indizes. Allerdings sind die ESG-Anforderungen von Diversifikator erheblich strenger als die aller uns bekannten vergleichbaren ESG-ETFs.

Beim ESG Infrastrukturaktienportfolio wird noch stärker als bisher versucht, ausschließlich auf die Eigentümer und Betreiber von Infrastrukturnetzen und -Knoten bzw. monopolartige Anbieter von öffentlichen Transport-, Wasser-, Energie- und Kommunikationsservices zu fokussieren.

Sofern nicht mindestens 15 Aktien in das jeweilige Anlagesegment fallen, können die Liquiditätsanforderungen an diese Titel künftig entfallen. Das ist für 2019 für das Deutsche Aktien Portfolio, das Infrastrukturaktien- und das Immobilienaktienportfolio der Fall. So können diese Portfolios zwar mit mindestens 15 aber nur mit weniger als 30 Titeln besetzt werden. An der Mindestkapitalisierung von 20 Millionen Euro wird allerdings weiterhin festgehalten.

### **Regeländerungen: Ausschlüsse von Rinderprodukten und Cannabis**

Bei den direkten ESG-Aktienportfolios wurde zudem die Reihenfolge der Anwendung der Prüfkriterien leicht verändert, um den Prüfaufwand zu reduzieren. So wird als erste Selektionsstufe jetzt die Zugehörigkeit zu den derzeit 50 zugelassenen Zielländern geprüft (siehe United Nations Human Development Program, jeweils aktuellster Bericht über die menschliche Entwicklung; Malaysia ist im aktuellsten Bericht neu hinzugekommen).

Basierend auf den von Thomson Reuters gelieferten Daten werden keine, also auch keine geringfügigen Umsätze mit Ausschlusssegmenten akzeptiert. Die Liste der Ausschlüsse war mit zehn Kategorien schon bisher sehr umfassend. Ab Ende 2018 kommen Cannabis wegen der Suchtgefahr und aus Klimaschutzgründen Milch- und Rinderprodukte als weitere Ausschlußkriterien hinzu.

### **Regeländerungen: Besonders strenge ESG-Anforderungen**

Meines Wissens sind das weltweit die ersten öffentlich angebotenen Portfolios, die so viele und speziell auch die beiden neuen Ausschlußkriterien nutzen.

Insgesamt sind die 3 ESG ETF- und vor allem die 5 direkten ESG Portfolios somit die wohl mit Abstand „strengsten“ bzw. konsequentesten ESG Portfolios, die öffentlich angeboten werden. Trotzdem haben sie bisher ganz überwiegend sehr gut performt.

## **Regeländerungen für Multi-Asset Portfolios: Mehr Immobilien und mehr Unternehmensanleihen, weniger Staatsanleihen**

Die Allokationen der (nicht-ESG) Weltmarkt – bzw. Multi-Asset ETF-Portfolios basieren ausschließlich auf externen Studien, die die Verteilung der Kapitalanlagen aller Anleger weltweit schätzen. Aufgrund der neuesten verfügbaren Studie (siehe [Gadzinski, G.; Schuller, M.; Vacchino, A.: The Global Capital Stock: Finding a Proxy for the Unobservable Global Market Portfolio, The Journal of Portfolio Management summer 2018, S. 12-23](#)) wird die Standardallokation ab 2019 leicht geändert.

So werden Staatsanleihen um 5 Prozentpunkte reduziert und diese werden hälftig auf Unternehmensanleihen und Immobilien aufgeteilt. Die Anleihequote beläuft sich dann auf 42,5%, die Aktienquote bleibt bei 35% (inklusive Private Equity) und der „Alternativesanteil“ (ohne Private Equity) steigt auf 22,5%. Das Weltmarktportfolio Basis, das aktuell auf Studien mit Daten für Ende 2015 aufsetzt, weist Ende 2018 Allokationen von 45%, 36% und 19% aus. Das bedeutet, dass nur sehr geringe Umschichtungen zu Jahresende erfolgen.

### **Regeländerungen: Noch effizientere Umsetzung möglich**

Die Mindestanlagesummen für die „kleinen“ Portfolios mit weniger als zehn ETFs (WMP S, WMP Stars, WMP S ex Bonds, ESG, ESG Trend, Islamic, Equity Income Portfolio) werden geändert, um die Zahl der ETFs gering zu halten. D.h., dass ab Anfang 2019 ein Segment mindestens 7,5% Allokation haben muss, bevor es ins Portfolio aufgenommen wird. Daher werden Small Caps (mit Ausnahme von WMP S ex Bonds und Equity Income) und Rohstoff-ETFs (mit Ausnahme von WMP S ex Bonds) künftig nicht mehr in diesen Portfolios enthalten sein werden. So können diese Portfolios mit geringeren Anlagebeträgen als bisher effizient umgesetzt werden.

Die jeweils aktuellen Wertpapierlisten und Allokationen für alle Portfolios finden sich unter [„Downloads“](#) (s. Detailmenu).

### **Regeländerungen: Geringer Turnover**

Insgesamt kommt es trotz der Regeländerungen nur zu wenigen Änderungen in den ETF-Portfolios. Der Turnover in den direkten Aktienportfolios ist höher. Das soll sich mit der nächsten geplanten Regelüberprüfung zu Ende 2019 ändern.

## **TOLLE 2019ER ESG PERFORMANCE (1-2020)**

Auch die mehrjährige ESG Performance (Environment, Social, Governance) der Portfolios von Diversifikator ist sehr gut. In diesem Beitrag vergleiche ich die Renditen der aktuell 8 öffentlichen regelbasiert-optimierungsfreien und strengen ESG-Portfolios von Diversifikator mit unterschiedlichen Benchmarks. Dabei macht es einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit passiven Benchmarks oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds nutzt (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/>).

Das ESG ETF-Portfolio wurde als wohl weltweit erstes öffentliches derartiges Portfolio bereits Ende 2015 gestartet. Die ersten direkten Aktienportfolios von Diversifikator gibt es seit Ende 2016 (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/3-jahre-diversifikator-gute-rendite-aber-80-prozent-anders-ist-schwer-zu-verkaufen/>).

## **ESG Performance 2019: ESG-Portfolios rentieren erheblich besser als vergleichbare traditionelle Fonds**

Das **Global Equities ESG Portfolio** hat mit 33,4% in 2019 eine erheblich bessere Performance als eine (nicht ESG) Weltaktien ETF Benchmark (28,8%) erreicht. Ein durchschnittlicher aktiv gemanagter globaler Aktienfonds (Flexcap) hätte 2019 25,9% plus gemacht.

Mit 42,5% hat unser nur aus 5 Titeln bestehendes **Global Equities S ESG Portfolio** in 2019 in diesem Vergleich am besten abgeschnitten. Von den branchenübergreifenden globalen ESG Portfolios von Diversifikator hätte nur das **Islamic ETF-Portfolio** mit 24% eine leicht unterdurchschnittliche Rendite gehabt.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat in 2019 25,2% Performance geschafft. Das ist etwas besser als die 24,8% des durchschnittlichen Deutschland-Aktienfonds. Eine passive Benchmark mit einem hälftigen Anteil eines DAX (plus 25,5%) und eines M-DAX (31,2%) ETFs hätte aber besser abgeschnitten.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat in 2019 30,0% Plus gemacht. Ein ETF auf den NMX 30 Infrastructureindex hätte eine ähnliche Rendite erreicht. Morningstar hat keine öffentliche verfügbare Infrastruktur-Peergroup. Zum Vergleich nutze ich deshalb den von mir initiierten Ve-RI Listed Infrastructure Fonds. Dieser hat in 2019 19% erreicht.

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat 2019 sogar 44,7% eingebracht. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds hat dagegen nur 23,3% und der globale SPDR Dow Jones Real Estate ETF 20,9% geschafft.

Auch das gemischte **ESG ETF-Portfolio** hat mit 19,9% gut abgeschnitten. Eine traditionelle 50/50 Aktien/Anleihen ETF-Mischung hätte 19,5% Rendite eingebracht. Der durchschnittliche flexible Mischfonds (EUR) hat mit 12,7% dagegen wesentlich schlechter abgeschnitten.

Mit 11,1% liegt das **ESG ETF-Portfolio Trend** etwas dahinter. Trendfolge hat in den letzten Jahren nicht besonders gut funktioniert, wie am auch an den 9,6% Rendite des ETF Dachfonds von Veritas Investment (jetzt La Francaise) bzw. den 11,1% des Stars Flexibel von Star Capital sieht.

## **Überwiegend sehr gute Dreijahres ESG Performance**

Das **Islamic ETF-Portfolio** hat in den Jahren 2017 bis 2019 eine Rendite von 6% pro Jahr gebracht. Das liegt erheblich hinter der Performance eines globalen Aktien-ETFs für diese Periode (9,9%).

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat von 2017 bis 2019 7,1% p.a. Performance geschafft. Das ist nennenswert besser als die 5,7% des durchschnittlichen Aktienfonds mit Fokus auf

deutsche Aktien. Eine passive Benchmark mit hälftigem Anteil eines DAX und eines M-DAX ETFs hätte etwa 6,5% pro Jahr erreicht.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat von 2017 bis 2019 13,1% pro Jahr Plus gemacht. Morningstar hat keine Infrastruktur-Peergroup. Der Ve-RI Listed Infrastructure Fonds hat von 2017 bis 2019 10,4% p.a. erreicht und der NMX 30 Infrastructure Index 11%.

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat von 2017 bis 2019 11,7% pro Jahr geschafft. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds ist dagegen nur um 6,5% und der globale SPDR Dow Jones Real Estate ETF um 6.9% pro Jahr gestiegen.

Auch das gemischte **ESG ETF-Portfolio** hat mit 6,6% p.a. gut abgeschnitten. Eine traditionelle 50/50 Aktien/Anleihen ETF-Mischung hätte 6,7% jährliche Rendite eingebracht. Der durchschnittliche flexible Mischfonds (EUR) hat dagegen mit 4,1% pro Jahr wesentlich schlechter abgeschnitten.

Für die im Mai 2017 gestarteten **Global Equities ESG Portfolios** ist noch keine Dreijahresrendite verfügbar. Mit 11,8% bzw. 11.5% („S“) in den Jahren 2018/2019 wurde aber ebenfalls eine erheblich bessere Performance als eine Weltaktien ETF Benchmark (9,6%) erreicht.

Damit Interessenten die Analyse selbst durchführen können, stellen wir eine Onlinedatei mit tagesaktuellen und sogar Rückrechnungstagesdaten aller Portfolios und von zwei traditionellen ETF-Benchmarks zur Verfügung (siehe Excel-Download unter [Rückrechnungen](#)). Für die Vergleiche mit aktiven Fonds habe ich Daten (Medianfonds) von [Morningstar.de](#) genutzt.

### **Trotz guter ESG Performance: Änderungen der ESG ETF-Portfolioregeln**

Wie jedes Jahr haben wir zum Stichtag 30.11. die Zusammensetzung aller Portfolios und auch unsere Regeln überprüft. Ziel von Regeländerungen sind Verbesserungen aus Sicht verantwortungsvoller Geldanleger, unter anderem die Erweiterung des zulässigen Investitionsuniversum, aber auch die Vereinfachung des Selektionsprozesses für Aktien.

So kann das Segment Immobilien erstmals durch den neuen BNP Paribas Easy FTSE Epra/Nareit Developed Europe ex UK Green ETF besetzt werden. Die Allokationen zu den anderen Segmenten verringern sich entsprechend.

In den zwei ESG ETF-Portfolios wurde ausserdem je ein ETF auf den Index „SRI Fossil Fuel free“ umgestellt, weil dieser durch den Ausschluß fossiler Brennstoffe strenger ist als der normale Socially Responsible Investment Index.

Für die zwei ESG ETF-Portfolios wurde zudem eine Regel hinzugefügt: Wenn vergleichbare ETFs vorliegen, wird in den verantwortungsvollen ETF-Portfolios auf Anbieter verzichtet, die nur ein C oder schlechter beim Engagement Score und <50% beim Voting Support von Influence Map erreichen (s. Appendix A [Influence Map: Asset Managers and Climate Change](#)). Davon ist ein ETF von ishares für europäische Aktien im ESG ETF-Portfolio bzw. im ESG ETF-Portfolio Trend betroffen. Grund dafür ist die künftige Bevorzugung von ETF-Anbietern, die sich möglichst nachhaltig verhalten.

### **Ausschluß von Brasilien, China, Russland und der Türkei**

Trotz der sehr guten ESG Performance haben wir auch die Regeln der Aktienportfolios weiterentwickelt.

Basis der Aktienselektion von Diversifikator sind 6851 von Refinitiv (ehemals Thomson Reuters) ESG-geratete Unternehmen mit investierbaren Aktien, davon 6053 in zulässigen Ländern. Dabei nutzen wir erstmals eine Länderliste auf Basis von „Rule of Law“ statt Entwicklungsstand, die 105 (50% der beurteilten Länder) statt bisher 49 zulässige Länder enthält. Das führt zum Ausschluß von 798 Aktien (12% von 6851). Zu den ausgeschlossenen Ländern gehören z.B. China, Russland, Türkei, Brasilien, Argentinien, Mexiko und Indonesien (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/>).

### **Handelskriterien sind der Grund für die meisten Portfolioausschlüsse**

Neu ist auch, dass eines der beiden Liquiditätskriterien, nämlich „Traded Volume im 2-Tagesschnitt > 1.000“ ersatzlos gestrichen wurde. Außerdem wurde das Kriterium Average Daily Value Traded (ADV) von 10 Millionen auf 2,5 Millionen Euro herabgesetzt. Neu ist ebenfalls, dass nur noch Aktien berücksichtigt werden, für die mindestens ein ESG Rating für das aktuelle oder das vorherige Fiskaljahr vorliegt.

Bei Anwendung dieser Kriterien ergeben sich insgesamt 1130 Unternehmen, die auch unsere Anforderungen an die E, S und G Ratings erfüllen, also jeweils zu den Top 50% gehören (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/>).

### **Vor allem Tierversuche und fossile Brennstoffe führen zu zahlreichen weiteren Ausschlüssen**

Von diesen 1130 Unternehmen werden weitere 348 ausgeschlossen (31%): 113 Unternehmen wegen Tierversuchen, 100 wegen fossiler Brennstoffe, 72 wegen Waffen, 59 wegen Kernenergie, 35 wegen der Nutzung genetisch veränderter Organismen, 20 wegen Glücksspiel, 20 wegen Alkohol, 8 wegen Pornografie, 4 wegen Tabak und eines aufgrund von Rinderprodukten. Einige Unternehmen waren dabei in mehr als einem ausgeschlossenen Segment tätig. Danach bleiben 782 Aktien übrig.

Neu ist auch, dass der Ausschluss der 25% Aktien mit den höchsten Verlusten vor einer Währungsumrechnung erfolgt. Nach dem Ausschluss angekündigter Unternehmensübernahmen sind noch 581 Aktien im „zulässigen“ Investmentuniversum.

Von den größten 500 börsennotierten Unternehmen der Welt sind insgesamt 144 (29%) unter diesen 581 vertreten. Dazu gehören Apple und Microsoft, nicht jedoch Alphabet, Amazon und Facebook, die nicht alle unsere Selektionskriterien erfüllen.

### **Regelbasiert-optimierungsfrei von 6851 zu den Top 5 Aktien**

Für die beiden Global Equities ESG Portfolios werden nur die besten (Top 5, Top 30) nach Governance-Score aus dieser Liste verwendet. Für die spezialisierten ESG Portfolios (Deutschland, Immobilien global, Infrastruktur global) werden die Top 30 nach Governance

mit einem vergleichbaren Prozess gebildet. Dabei beträgt Mindestkapitalisierung jedoch nur 20 Millionen statt einer Milliarde Euro, um möglichst insgesamt 30 Titel pro Portfolio zu erreichen.

Das deutsche ESG Aktienportfolio besteht künftig aus 29 Positionen. Davon waren nur 9 in 2019 im Portfolio vertreten. Im Real Estate ESG Portfolio entfallen 53% auf die USA, 23% auf Großbritannien und es ist kein deutscher Titel enthalten. Das Infrastructure ESG Portfolio hat eine breitere Länderdiversifikation: US-Aktien haben nur einen Anteil von 13%. Fraport und die Deutsche Telekom sind die einzigen deutschen Titel in diesem Portfolio.

Die neuen Zusammensetzungen aller Portfolios findet man unter „Kosten/Downloads“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com). Im „Archiv“ (über das Detailmenu) sind unter „Aktuelle Portfolioänderungen“ die Veränderungen („Trades“) aller Portfolios aufgeführt und die aktualisierten Anlageregeln der Portfolios findet man im „Diversifikator Buch“ in den Kapiteln 2.14 (ETF-Portfolios) und 3.8. (Direkte ESG Aktienportfolios).

## PASSIVE ALLOKATIONSPORTFOLIOS UND ESG: RELATIV GUT IN Q1-2020 (4-2020)

Passive Allokationsportfolios und verantwortungsvolle ESG-Portfolios (ESG = Environmental-, Social-, Governance) haben sich im ersten Quartal 2020 relativ gut gehalten. Die Coronakrise und die damit zusammenhängende Finanzkrise sind aber noch längst nicht vorbei. Der „Ausstieg“ und der „Aufschwung“ haben noch nicht einmal begonnen. Und bevor es besser wird, kann es noch schlechter werden. Bei der Coronakrise ist das wegen der weiter steigenden Zahl von Infizierten und Toten leider offensichtlich. Bei der Finanzkrise sieht man das an den Volatilitäten.

Die Analyse bezieht sich auf die Portfolios meiner Firma Diversifikator im Vergleich zu unterschiedlichen Benchmarks. Dabei macht es einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit einer passiven Benchmark oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/> und <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/>).

Portfolio/Benchmark	2019 (%)	Q1 20 (%)	Gesamt (%)	Bestandteile	Fokus	Datenquelle
Global Equities ESG Portfolio S	42,5	-20,8	12,9	Direkt	„ESG“	
Infrastructure ESG Portfolio	30,0	-16,6	8,4	Direkt	„ESG“	
Global Impact ESG Portfolio	21,2	-11,0	7,9	Direkt	„ESG“	
Real Estate ESG Portfolio	44,7	-26,6	6,2	Direkt	„ESG“	
Weltmarktportfolio Basis Trend	11,6	-4,9	6,1	ETFs		
50-50 Aktien/Anleihen ETF-Benchmark	19,5	-11,6	5,6	ETFs		Diversifikator
Aktien ETF Benchmark	28,8	-19,1	4,2	ETFs		Diversifikator
Weltmarktportfolio Basis Income	21,8	-14,5	4,1	ETFs		
ESG ETF-Portfolio	19,9	-13,2	4,1	ETFs	„ESG“	



Weltmarktportfolio Basis	21,8	-15,1	3,4	ETFs	
ETF ETF-Portfolio Trend	11,1	-7,9	2,3	ETFs	„ESG“
Aktive Mischfonds EUR flexibel global (Durchschnitt)	14,5	-12,4	0,3	Fonds	Das Investm.
Weltmarktportfolio Stars	17,7	-14,8	0,3	ETFs	
Aktienfonds weltweit Flex-Cap (Median)	25,9	-20,4	0,2	Fonds	Morningstar
Weltmarktportfolio S	17,9	-15,1	0,1	ETFs	
Aktive Mischfonds EUR flexibel global (Median)	12,7	-12,4	-1,3	Fonds	Morningstar
Islamic ETF-Portfolio	24,0	-20,9	-1,9	ETFs	„ESG“
Global Equities ESG Portfolio	33,4	-27,1	-2,8	Direkt	„ESG“
Deutsche Aktien DAX/MDAX ETF-Benchmark	28,4	-26,7	-5,9	ETFs	
Deutsche Aktien ESG Portfolio	25,2	-26,7	-8,2	Direkt	„ESG“
Aktive Deutschland Standardwerte (Median)	24,8	-27,5	-9,5	Fonds	Morningstar
Alternatives ETF Portfolio	25,0	-29,3	-11,6	ETFs	
Aktive Deutschland Standardwerte (Durchschnitt)	23,6	-29,1	-12,4	Fonds	Das Investm.

Quelle: Diversifikator GmbH, Daten u.a von [www.Morningstar.de](http://www.Morningstar.de) (Fundscreening) vom 1.4.2020 und aus Das Investment Online (s. <https://www.dasinvestment.com/gewinner-und-verlierer-die-staerksten-und-schwaechsten-fondsgruppen-im-crash-quartal/?page=3>) vom 7.4.2020

### Passive Allokationsportfolios: Diversifikation schützt nicht vor Verlusten

Die Performance der Allokationsportfolios von Diversifikator ist in den letzten Jahren relativ stark durch die verhältnismäßig hohe Allokation von ca. 30% „liquiden Alternatives“ beeinflusst worden. Diese Allokation entspricht in etwa der gemessenen aggregierten Allokation aller Kapitalanleger weltweit zu alternativen Anlagen (siehe z.B. <http://prof-soehnhholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>). In den Weltmarktportfolios wird diese durch Immobilienaktien-, Infrastrukturaktien und andere Aktien-ETFs umgesetzt.

Dazu habe ich schon im Februar 2016 im „Diversifikator Konzept“ geschrieben, das heute Teil des [Diversifikator Buchs](#) ist: „Auch eine hohe Diversifikation verhindert aber keine Verluste. Da wir keine Prognosen verwenden, können wir nur auf Vergangenheitserfahrungen bzw. Simulationen bzw. Szenarien Bezug nehmen. Anleger müssen also damit rechnen, in aktienlastigen Portfolios in Krisen zumindest kurzfristig durchaus 50% Wertverluste hinzunehmen“ (S. 9).

Und weiter: „Durch die Nutzung von Infrastruktur-, Rohstoff- und Agrar/Farmaktien-ETFs wird neben dem Zugang zu diesen Anlagesegmenten aber auch die generelle Aktienabhängigkeit des Portfolios erhöht. Das kann sich vor allem in marktbreiten und

Liquiditäts-Krisenzeiten negativ auswirken, wie man am Beispiel von Immobilienaktien und REITs in 2008 feststellen kann: In 2008 war deren Aktienmarktabhängigkeit kurzfristig viel stärker als deren Immobilienmarktabhängigkeit“ (S. 17).

Ähnliches ist in der aktuellen Krise festzustellen: Anleger können ihre illiquiden Alternatives-Investments nicht reduzieren und (über-)verkaufen deshalb ihre liquiden Alternatives-ETF-Anlagen. Ich erwarte, dass letztere in einem Marktaufschwung, wie er auch nach dem Jahr 2008 begann, überproportional an Wert zulegen können.

### **Passive Allokationsportfolios: WMP Basis mit akzeptabler Performance in Q1/2020**

Um die starken Verluste aus dem ersten Quartal 2020 beurteilen zu können, macht ein Rückblick in das außerordentlich gute Anlagejahr 2019 Sinn.

Für 2019 ist die Bilanz für den typischen aktiven (flexiblen globalen) Mischfonds +12,7%. Eine 50/50 Aktien/Anleihen-ETF-Benchmark hätte +19,5% eingebracht und das **Weltmarktportfolio (WMP) Basis** +21,8% (zu einer Mehrjahresanalyse der Portfolios siehe <http://prof-soehnholz.com/passive-asset-allokationen-sind-besser-als-aktive/>).

Im ersten Quartal liegen die aktiven Mischfonds bei -12,4%, die ETF-Benchmark bei -11,6% und das WMP Basis bei -15,1%. Die Abweichungen des WMP sind vor allem auf die Alternativesallokation zurückzuführen. Das **Alternatives ETF-Portfolio** steht im ersten Quartal 2020 bei -29,3%, während es in 2019 +25% gemacht hat.

Andere passive Allokationsportfolios waren aber im ersten Quartal 2020 auch nicht besser als das WMP Basis. So hat der Arerofonds -15,5% verloren, der Lyxor Portfoliostrategiefonds -15% und der Xtrackers Portfoliofonds steht bei -16%.

### **Passive Allokationsportfolios: WMP Basis Trend mit sehr guter Performance in Q1/2020**

Für 2019 ist die Bilanz der anderen passiven nicht-ESG Allokationsportfolios von Diversifikator ebenfalls gut. Das **Weltmarktportfolio Basis Income** hat in 2019 +21,8% erreicht, das **Weltmarktportfolio S** +17,9% und das **Weltmarktportfolio Stars** +17,7%.

Nur das **Weltmarktportfolio Basis Trend** (+11,6%) hätte in 2019 etwas schlechter abgeschnitten als ein typischer aktiver Mischfonds (+12,7%), aber besser als der ETF Dachfonds von Veritas Investment (+8,7%) bzw. die +11,1% des Stars Flexibel von Star Capital in 2019.

Im ersten Quartal 2020 haben das WMP Basis Income mit -14,5%, das WMP S mit -15,1% und das WMP Stars mit -14,8% ebenfalls vor allem unter der relativ hohen Alternatives-Quote gelitten. Die Trendfolge im WMP Basis Trend hat mit -4,9% im ersten Quartal auch im Vergleich zu anderen Fonds dagegen gut funktioniert: Der ETF Dachfonds von La Francaise steht bei -18,8% und der Stars Flexibel bei -20,9% nach dem ersten Quartal 2020.

### **Passive Allokationsportfolios: Über 15 Monate viel besser als aktive Mischfonds**

Über die insgesamt 15 Monate liegt das Alternatives ETF-Portfolio mit -11,6% am schlechtesten. Der Median-Mischfonds hat -1,8% verloren. Alle anderen oben genannten Portfolios von Diversifikator liegen im positiven Bereich mit dem WMP Basis Trend mit +6,1%

an der führenden Stelle der traditionellen passiven Portfolios. Diese Performance wird aber von den +7,9% des gemischten Impact ESG Portfolios (siehe unten) noch übertroffen.

### **ESG-Portfolios: ESG-Aktienportfolios mit relativ guter Performance in Q1/2020**

Das ESG ETF-Portfolio wurde als weltweit erstes öffentliches derartiges Portfolio bereits Ende 2015 gestartet. Die ersten direkten ESG-Aktienportfolios von Diversifikator gibt es seit Ende 2016 (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/3-jahre-diversifikator-gute-rendite-aber-80-prozent-anders-ist-schwer-zu-verkaufen/>). Sie sind regelbasiert und nutzen (fast) nur E, S und G Ratings für die Aktienselektion und sind deshalb auch gut als ESG-Benchmarks geeignet.

Die mehrjährige Performance der Environmental, Social und Governance (ESG) Portfolios von Diversifikator war bisher sehr gut (siehe hier <http://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/>).

Das **Global Equities ESG Portfolio** hat mit +33,4% in 2019 eine erheblich bessere Performance als eine (nicht ESG) Weltaktien ETF Benchmark (+28,8%) erreicht. Ein durchschnittlicher aktiv gemanagter globaler Aktienfonds (Flexcap) hätte 2019 +25,9% plus gemacht.

Im ersten Quartal 2020 hat das Global Equities ESG Portfolio mit -27,1% gegenüber -19,1% der breiten Weltaktien ETF Benchmark und -20,4% für den Median-Aktienfonds abgeschnitten. Der überdurchschnittliche Verlust ist vor allem auf eine unterdurchschnittliche Allokation zu Technologietiteln und Largecaps zurückzuführen.

Mit +42,5% hat das nur aus 5 Titeln bestehendes **Global Equities S ESG Portfolio** in 2019 am besten abgeschnitten. Mit -20,8% hat das Portfolio im ersten Quartal 2020 eine marktkonforme Rendite, es weist aber einen höheren zwischenzeitlichen Verlust auf.

Von den branchenübergreifenden globalen ESG Portfolios von Diversifikator hätte in 2019 nur das **Islamic ETF-Portfolio** mit +24% eine leicht unterdurchschnittliche Rendite gehabt. In ersten Quartal 2020 ist der Rendite mit -20,9% ähnlich wie der breite Aktienmarkt.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat in 2019 +25,2% Performance geschafft. Das ist etwas besser als die +24,8% des durchschnittlichen Deutschland-Aktienfonds. Eine passive Benchmark mit einem hälftigen Anteil eines DAX (+25,5%) und eines M-DAX (+31,2%) ETFs hätte aber besser abgeschnitten.

Das Deutsche Aktien ESG Portfolio hat im ersten Quartal 2020 -26,7% verloren, was ziemlich genau einer 50/50 DAX/M-DAX ETF-Mischung entspricht. Der durchschnittliche Standardwerte-Aktienfonds hätte -27,5% an Wert abgegeben.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat in 2019 +30,0% Plus gemacht. Ein ETF auf den NMX 30 Infrastructureindex hätte eine ähnliche Rendite erreicht. Morningstar hatte in 2019 keine öffentliche verfügbare Infrastruktur-Peergroup. Zum Vergleich nutze ich deshalb den von mir initiierten Ve-RI Listed Infrastructure Fonds. Dieser hat in 2019 +19% erreicht.

Im ersten Quartal 2020 steht das Infrastruktur ESG Portfolio bei -16,6%. Der NMX ETF hätte -22,9% verloren, der durchschnittliche Infrastrukturaktienfonds -18,6% und der Ve-RI Listed Infrastukturfonds -15,9%.

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat 2019 sogar +44,7% eingebracht. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds hat dagegen nur +23,3% und der globale SPDR Dow Jones Real Estate ETF +20,9% geschafft.

Letzterer hat im ersten Quartal -29% verloren während das Real Estate ESG Portfolio -26,6% aufweist und der Median-Immobilienaktienfonds -23,9%.

### **ESG-Portfolios: Gemischte ESG-Portfolios auch mit relativ guter Performance in Q1/2020**

Das noch nicht als Fonds verfügbare gemischte **Impact ESG Portfolio** (siehe <http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/>) hat in 2019 +21,2% erreicht und im ersten Quartal 2020 -11% verloren.

Auch das gemischte **ESG ETF-Portfolio** hat mit +19,9% in 2019 gut abgeschnitten. Eine traditionelle 50/50 Aktien/Anleihen ETF-Mischung hätte +19,5% Rendite eingebracht. Der durchschnittliche traditionelle flexible Mischfonds (EUR) hat mit +12,7% dagegen wesentlich schlechter abgeschnitten.

Im ersten Quartal hat die ETF-Mischung -11,6%, das ESG ETF-Portfolio -13,2% und traditionelle Mischfonds -12,4% verloren.

Mit +11,1% liegt das **ESG ETF-Portfolio Trend** in 2019 erheblich hinter dem Portfolio ohne Trendfolge. Im ersten Quartal hat sich die Trendfolge dagegen gut bewährt: Das ESG ETF-Portfolio Trend hat nur -7,9% verloren.

### **ESG-Portfolios: Gute bis sehr gute Performance über 15 Monate**

Zusammenfassend über die 15 Monate haben vor allem die gemischten verantwortungsvollen Portfolios eine insgesamt sehr gute Performance im Vergleich zu traditionellen Portfolios gezeigt. Aber auch die ESG Aktienportfolios schneiden ordentlich ab: Im Vergleich zu traditionellen aktiven Fonds zeigen nur das Global Equities Portfolio und das Islamic ETF-Portfolio eine leichte Underperformance. Das deutsche ESG Aktienportfolios zeigt eine leichte Outperformance gegenüber aktiven traditionellen Fonds. Die stärkste Outperformance gegenüber traditionellen Fonds haben das Infrastrukturaktien, das Immobilienaktien und das aus nur 5 Aktien bestehende Global Equities S Portfolio.

Die Quellen für die externe Portfolioperformance sind [Onvista](#) (3-Monatsperformance vom Vormittag des 1.4.2020) und für die aktiven Medianfonds [Morningstar](#) (vom Nachmittag des 1.4.2020).

## ESG HALBJAHR: RELATIV GUTE PERFORMANCE PASSIVER ALLOKATIONS- UND STRENGER ESG PORTFOLIOS (7-2020)

ESG Halbjahr: Die meisten passiven Allokationsportfolios und auch die streng verantwortungsvollen ESG-Portfolios (ESG = Environmental-, Social-, Governance) meiner Firma Diversifikator haben sich im zweiten Quartal 2020 relativ gut entwickelt.

Die folgende Analyse bezieht sich auf die Portfolios meiner Firma Diversifikator im Vergleich zu unterschiedlichen Benchmarks und Perioden. Im Vordergrund steht dabei die Performance des ersten Halbjahres 2020. Um die Performance über unterschiedliche Marktperioden zu vergleichen, erfolgt zusätzlich ein Vergleich von Performances der letzten 18 Monate, also von Anfang 2019 bis Mitte 2020 (zur längerfristigen Performance vgl. <https://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/>).

Dabei macht es einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit einer passiven Benchmark oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht (siehe auch <https://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/> und <https://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/>).

### Diversifikation schützt nicht vor Verlusten

Die Performance der meisten Allokationsportfolios von Diversifikator ist in den letzten Jahren relativ stark durch die verhältnismäßig hohe Allokation von ca. 30% „liquiden Alternatives“ beeinflusst worden. Diese Allokation entspricht in etwa der gemessenen aggregierten Allokation aller Kapitalanleger weltweit zu alternativen Anlagen (siehe auf längere Sicht z.B. <https://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>). In den Weltmarktportfolios wird diese durch Immobilienaktien-, Infrastrukturaktien und andere Aktien-ETFs umgesetzt.

Nach besonders hohen Verlusten im ersten Quartal haben diese Alternatives im zweiten Quartal positiv abgeschlossen. Allerdings haben sie weniger an Wert zugelegt als ein breiter Aktien-ETF. Über sechs (-20,5%) und zwölf Monate (-14,8%) weist das **Alternatives ETF Portfolio** weiterhin hohe Verluste aus. Über 18 Monate liegt es mit -0,7% zwar nur noch knapp im negativen Bereich aber fast 20 Prozentpunkte hinter einer breiten Aktien ETF Benchmark.

### Passive Allokationsportfolios mit besserer Performance als aktive

Im ersten Halbjahr 2020 liegen aktive gemanagte Mischfonds bei -5,7% und das breit diversifizierte **Weltmarktportfolio (WMP) Basis** bei -7,5%, was vor allem auf die Allokation zu Alternatives zurückzuführen ist. Für die letzten 18 Monate weist das WMP Basis mit +12,6% im Vergleich zu +6,3% für flexible Mischfonds aber ein sehr gutes Ergebnis auf.

Andere passive Allokationsportfolios waren aber im ersten Halbjahr 2020 auch nicht besser als das WMP Basis. So hat der Arero Fonds -9,6% verloren, der Lyxor Portfolio Strategy ETF -8,1% und der Xtrackers Portfoliofonds steht bei -8,3%. Über 18 Monate liegt Arero bei +6,8%, Lyxor bei +9,8% und xtrackers bei +12,5%.

Im ersten Halbjahr 2020 haben das **WMP Basis Income** mit -8,5%, das **WMP S** mit -8,0% und das **WMP Stars** mit -8,2% ebenfalls vor allem unter der relativ hohen Alternatives-Quote gelitten. Die Trendfolge im **WMP Basis Trend** hat mit -4,2% im ersten Halbjahr vor allem im ersten Quartal relativ gut funktioniert. Im zweiten Quartal wurde nur wenig vom Marktaufschwung profitiert.

Über 18 Monate lauten die Zahlen wie folgt: **WMP Basis Trend** +6,9%, **WMP Stars** +8%, **WMP S** +8,5% und **WMP Basis Income** +11,5%. Damit liegen alle Portfolios teilweise erheblich besser als durchschnittliche aktive Mischfonds.

### **ESG Halbjahr: Gemischtes ESG-ETF-Portfolio ebenfalls mit relativ guter Performance im ersten Halbjahr 2020**

Im ersten Halbjahr 2020 haben das **ESG ETF-Portfolio** -5,3% und das **ESG ETF-Portfolio Trend** -6,8% verloren. Auf 18 Monate liegt das ESG ETF-Portfolio bei +13,5% und das ESG ETF Trendfolgeportfolio bei +3,6%. Damit liegt das ESG ETF-Portfolio weit vor durchschnittlichen traditionellen aktiven Mischfonds während das ESG ETF-Trendfolgeportfolio etwas schlechter als diese abschneidet.

### **ESG Halbjahr: ESG-Aktienportfolios mit gemischter Performance im ersten Halbjahr 2020 aber mittelfristig guten Ergebnissen**

Im ersten Halbjahr 2020 hat das **Global Equities ESG** Portfolio mit -12,8% gegenüber -7,6% der breiten Weltaktien ETF Benchmark und -6,2% für den Median-Aktienfonds (Flexcap EUR) abgeschnitten. Der überdurchschnittliche Verlust resultiert aus dem ersten Quartal und ist vor allem auf relativ niedrige Allokationen zu Technologietiteln und Largecaps zurückzuführen.

Über 18 Monate liegt das **Global Equities ESG Portfolio** bei +16,3%, die ETF-Benchmark bei +19% und aktive Aktienfonds bei +18,1%. Das aus nur aus 5 Titeln bestehende Global Equities S ESG Portfolio hat im ersten Halbjahr dagegen nur -5,7% verloren und über 18 Monate sogar +34,3% erreicht.

Das **Islamic ETF-Portfolio** hat im ersten Halbjahr -11% und über 18 Monate +10% Rendite erreicht und liegt damit am unteren Ende der diversifizierten Aktienfonds von Diversifikator.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat im ersten Halbjahr 2020 -5,1% verloren und über 18 Monate 18,8% gewonnen. Eine 50/50 DAX/M-DAX ETF-Mischung hätte -8,4% verloren und 17,6% gewonnen. Der durchschnittliche Standardwerte-Aktienfonds hätte -10% an Wert abgegeben und über 18 Monate 12,2% gewonnen.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat im ersten Halbjahr -10,9% und über 18 Monate +15,8% erreicht. Ein ETF auf den ishares Global Infrastructure Index hätte -10,8% im ersten Halbjahr und 9,1% über 18 Monate gebracht. Im ersten Halbjahr 2020 hätte der Median Infrastrukturfonds -10,5% verloren (in 2019 gab es diese Gruppe bei Morningstar noch nicht).

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat im ersten Halbjahr -21,1% verloren und steht über 18 Monate bei +14,1%. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds hat im ersten Quartal -18,5 % gemacht. Diese Gruppe hat aber nur -10,7% über 12 Monate erreicht während

das Real Estate ESG Portfolio nur bei -4,4% liegt. Der globale SPDR Dow Jones Real Estate ETF hat im ersten Halbjahr -22,7% und über 12 Monate -17,5% verloren.

## **ESG Halbjahr: Zusammenfassung**

Im ersten Quartal war die Performance einiger Portfolios von Diversifikator relativ schlecht. Im zweiten Quartal war eher das Gegenteil der Fall, so dass viele Portfolios nach dem ersten Halbjahr vor allem im Vergleich mit aktiv gemanagten Fonds relativ gut dastehen. Wenn das für viele Diversifikatorportfolios besonders gute Jahr 2019 dazu nimmt, sehen die Performances sowohl der passiven Allokationsportfolios (traditionell und ESG) und auch der strengen ESG Aktienportfolios ganz überwiegend absolut und relativ sehr gut aus.

Anhang: [Performancetabelle](#)

Die Quelle für die externe Portfolioperformance ist [Morningstar](#) (Daten vom Nachmittag des 1.7.2020).

## **ESG-PORTFOLIOS 1-9/20: DEUTSCHE AKTIEN PERFORMEN BESONDERS GUT (10-2020)**

Die Performance der meisten passiven Allokationsportfolios meiner Firma Diversifikator hat im dritten Quartal 2020 weiter unter dem hohen Anteil an Alternatives gelitten. Seit Jahresanfang 2019 ist sie aber teilweise erheblich besser als die von aktiv gemanagten Mischfonds. Die streng verantwortungsvollen ESG Portfolios (ESG = Environmental-, Social-, Governance) haben sich im dritten Quartal und seit Jahresanfang 2020 (YTD) relativ gut und vor allem seit Jahresanfang 2019 sehr gut entwickelt.

Um die Performance über unterschiedliche Marktperioden zu vergleichen, erfolgt neben der Quartals- und YTD-Analyse zusätzlich auch ein Vergleich der letzten 21 Monate, also von Anfang 2019 bis Ende September 2020. Dabei macht es teilweise einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit einer passiven Benchmark oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht (weiterführend <https://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/> und <https://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/>).

## **Passive Allokationsportfolios weiter durch negative Alternativesentwicklung beeinflusst**

Die Performance der meisten Allokationsportfolios von Diversifikator ist in den letzten Jahren relativ stark durch die verhältnismäßig hohe Allokation von ca. 30% „liquiden Alternatives“ beeinflusst worden. Diese Allokation entspricht in etwa der gemessenen aggregierten Allokation aller Kapitalanleger weltweit zu alternativen Anlagen (siehe auf längere Sicht z.B. <https://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>). In den Weltmarktportfolios wird diese durch Immobilienaktien-, Infrastrukturaktien und andere Aktien-ETFs umgesetzt.

Nach besonders hohen Verlusten im ersten Quartal haben diese Alternatives im dritten Quartal ebenfalls fast -2% verloren. YTD weist das **Alternatives ETF Portfolio** mit -22% weiterhin hohe Verluste aus. Über 21 Monate liegt es mit -3% zwar nur noch knapp im negativen Bereich, aber etwa 26 Prozentpunkte hinter einer breiten Aktien ETF Benchmark.

Im dritten Quartal 2020 liegen aktive gemanagte Mischfonds bei +2,4% (YTD -2,7%) und das breit diversifizierte **Weltmarktportfolio (WMP) Basis** bei -0,7% (YTD -8,2%), was vor allem auf die Allokation zu Alternatives zurückzuführen ist. Für die letzten 21 Monate weist das WMP Basis mit +11,8% im Vergleich zu +9,6% für flexible Mischfonds aber ein sehr gutes Ergebnis auf.

Gute passive Allokationsbenchmarks gibt es nicht, aber andere passive Allokationsportfolios waren im dritten Quartal 2020 besser als das WMP Basis. So hat der Arero Fonds +2,7% (YTD -4,7%) gewonnen, der Lyxor Portfolio Strategy ETF +2,7% (YTD -3,1%) und der Xtrackers Portfoliofonds steht bei +3,1% (YTD -5,5%). Über 21 Monate liegt Arero bei +12,6, Lyxor bei +15,8% und xtrackers bei +16%.

Im dritten Quartal 2020 haben das **WMP Basis Income** mit -0,8%, (YTD -9,2%), das WMP S mit 1,7% (-6,4% YTD) und das WMP Stars mit +1,5% (YTD -6,8%) ebenfalls unter der relativ hohen Alternatives-Quote gelitten. Die Trendfolge im **WMP Basis Trend** hat mit -0,8% im dritten Quartal und -4,9% YTD relativ gut im Vergleich zum WMP Basis funktioniert.

Über 21 Monate lauten die Zahlen wie folgt: **WMP Basis Trend** +6,1%, **WMP Stars** +9,7%, **WMP S** +10,3% und **WMP Basis Income** +10,6%. Damit liegen fast alle passiven Allokationsportfolios besser als durchschnittliche aktive Mischfonds.

### **ESG-Portfolios 1-9/20: Gemischtes ESG ETF-Portfolio mit ordentlicher Performance**

Im dritten Quartal 2020 haben das **ESG ETF-Portfolio** +1,4% (YTD -4%) und das **ESG ETF-Portfolio Trend** +0,2% (YTD -6,6%) gewonnen. Auf 21 Monate liegt das ESG ETF-Portfolio bei +15,1% und das ESG ETF Trendfolgeportfolio bei +3,8%. Damit liegt das ESG ETF-Portfolio weit vor durchschnittlichen traditionellen aktiven Mischfonds aber auch vor den nicht-nachhaltigen Allokationsportfolios, während das ESG ETF-Trendfolgeportfolio schlechter als diese abschneidet.

### **ESG-Portfolios 1-9/20: ESG-Aktienportfolios mit guter Performance**

Im dritten Quartal 2020 hat das **Global Equities ESG** Portfolio mit +3,5% (YTD -9,8%) etwas schlechter als die +4,6% (YTD -3,9%) der breiten Weltaktien ETF Benchmark und die +5,0% (YTD -2,7%) für den Median-Aktienfonds (Flexcap EUR) abgeschnitten. Der überdurchschnittliche YTD-Verlust resultiert aus dem ersten Quartal und ist vor allem auf relativ niedrige Allokationen zu Technologietiteln und Largecaps zurückzuführen.

Über 21 Monate liegt das **Global Equities ESG Portfolio** bei +20,3%, die ETF-Benchmark bei +23,8% und aktive Aktienfonds bei +22,5%. Das aus nur aus 5 Titeln bestehende **Global**



**Equities S ESG Portfolio** hat im dritten Quartal dagegen +4,8% gewonnen (YTD -1,2%) und über 21 Monate sogar +40,8% erreicht.

Das **Islamic ETF-Portfolio** hat im dritten Quartal +4% (YTD -7,5%) und über 21 Monate +17,9% Rendite erreicht und liegt damit am unteren Ende der diversifizierten Aktienportfolios von Diversifikator.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat im dritten Quartal 2020 +9,3% (YTD +3,7%) gewonnen und über 21 Monate 29,8% gewonnen. Eine 50/50 DAX/M-DAX ETF-Mischung hätte +4,2% gewonnen (YTD -4,6%) und über 21 Monate +22,6% gewonnen. Der durchschnittliche Standardwerte-Aktienfonds hätte +4,7% gewonnen (YTD -5,3%) und über 21 Monate 18,2% zugelegt.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat im dritten Quartal +0,5% (YTD -10,5%) und über 21 Monate +16,3% erreicht. Ein ishares ETF auf einen Global Infrastructure Index hätte -0,6% im dritten Quartal (YTD -11,6%) und +7,8% über 21 Monate gebracht. Im dritten Quartal 2020 hätte der Median Infrastrukturfonds -1,9% (YTD -12,2%) verloren (in 2019 gab es diese Gruppe bei Morningstar noch nicht).

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat im dritten Quartal -0,7% (-21,8% YTD) verloren und steht über 21 Monate bei +13,2%. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds hat im dritten Quartal -1% (YTD -17,9%) gemacht. Der globale SPDR Dow Jones Real Estate ETF hat im dritten Quartal -2,6% verloren (YTD -24,2%) und über 21 Monate -7,5% verloren.

### **ESG-Portfolios 1-9/20: Zusammenfassung**

Im ersten Quartal war die Performance einiger Portfolios von Diversifikator relativ schlecht. Vor allem im zweiten Quartal war eher das Gegenteil der Fall, so dass viele Portfolios nach dem dritten Quartal vor allem im Vergleich mit aktiv gemanagten Fonds gut dastehen.

Wenn das für viele Diversifikatorportfolios besonders gute Jahr 2019 dazu nimmt, sehen die Performances sowohl der passiven Allokationsportfolios (traditionell und ESG) und auch der strengen ESG Aktienportfolios ganz überwiegend absolut und relativ gut aus. Letzteres gilt vor allem für Deutsche Aktien ESG, Infrastrukturaktien ESG und Immobilienaktien ESG, die schon seit dem Start in 2017 gut laufen (vgl. <https://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/>).

Zudem kann man feststellen, dass passive Aktien- aber auch Multi-Asset Portfolios meist besser rentieren als aktiv gemanagte Fonds.

Anhang: [Performancetabelle](#)

Hinweis: Die Quelle für die externe Portfolioperformance ist Morningstar (Daten vom 1.10.2020).

## 12 IMPACT- UND ESG PORTFOLIOS ONLINE (12-2020)

12 Impact- und ESG Portfolios hat die Diversifikator GmbH jetzt online. Dabei handelt es sich um gemischte, Aktien- und ein Anleiheportfolio. In Kombination mit dem Anleiheportfolio können alle Aktienportfolios zu unterschiedlichen Risikoklassen kombiniert werden. Viele der Portfolios gibt es (fast) nirgendwo anders in vergleichbarer Form.

Konkret: Ende November hat Diversifikator zwei innovative Impact ETF-Portfolios und vier neue ESG ETF-Portfolios online gestellt. Zeitgleich wurden 8 konventionelle Portfolios eingestellt. Die meisten der eingestellten Portfolios wurden durch vergleichbare nachhaltige Portfolios ersetzt. Hier sind die Details:

### 12 Impact- und ESG Portfolios jetzt online

Alle Portfolios von Diversifikator folgen der RETRO-Investmentphilosophie. RETRO steht für regelbasiert, evidenzbasiert, transparent robust und optimierungsfrei. Die Details dazu finden sich im [Diversifikatorbuch](#). Die Regeln werden jährlich überprüft und bei Bedarf angepasst.

Die im März 2016 gegründete Diversifikator GmbH ist zunächst mit drei ETF Portfolios gestartet, darunter das wohl weltweit erste öffentlich angebotene **ESG ETF-Portfolio** (vgl. [Diversifikator: Neuer B-B „Semi-Robo“ – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)). Bis Mitte 2017 wurde das Angebot auf 11 ETF-Portfolios ausgebaut, davon drei nachhaltige.

Weitere ETF-Portfolios wurden bisher ausschließlich über Vermögensverwaltungspartner angeboten. Jetzt werden einige dieser Portfolios ebenfalls online gestellt. Dafür wird erstmals die Berechnung einiger Portfolios eingestellt.

Künftig werden 9 ETF-Portfolios online angeboten, von denen sieben nachhaltig sind. Die fünf seit 2016/2017 angebotenen direkten Aktien ESG-Portfolios werden weiter online offeriert. Damit hat Diversifikator eines der breitesten öffentlichen Angebote nachhaltiger Portfolios in Deutschland.

### Leicht höhere Aktienallokation

Die Allokation der meisten ETF-Portfolios ist aus dem Ende 2015 gestarteten **Weltmarktportfolio Basis** abgeleitet (vgl. [Warum sich das Weltmarktportfolio so gut entwickelt – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)). Das Weltmarktportfolio Basis bildet die aggregierte Vermögensallokation aller Anleger weltweit mit ETFs nach und wird deshalb auch „most-passive“ bezeichnet.

Für 2021 wurde die Allokation der Multi-Asset Portfolios leicht angepasst. Die letzte verlässliche externe Messung der Allokation endet mit dem Jahr 2016. Seitdem hat sich die Allokation der Segmente im Weltmarktportfolio durch Renditeentwicklungen verändert.

Wir nehmen an, dass gerade Großanleger zu Jahresende auf ihre strategischen Allokationen Rebalanzierung und nutzen deshalb nur die Hälfte der Wertveränderungen für unsere Neuallokationen. Gegenüber Anfang 2019 bedeutet das nur geringe Allokationsänderungen. So sinkt die Immobilienquote von 12,5 auf 11,25%, die Rohstoffquote von 5 auf 4,25% und die Aktienquote erhöht sich dafür von 35 auf 37%. Die Anleihequote bleibt bei 42,5% und die Infrastrukturquote bei 5%.

Mit ca. 26 Prozent hat das Weltmarktportfolio Basis weiterhin einen relativ hohen Anteil an Immobilien, Rohstoffen, Infrastruktur und Private Equity. Mit dem **Alternatives ETF-Portfolio** kann man auch nur diesen Alternativesteil kaufen.

## 12 Impact- und ESG Portfolios: Nutzung mehrerer neuer ESG ETFs

Wie jedes Jahr wurden auch für 2021 alle ETFs systematisch überprüft, z.B. im Hinblick auf die passendsten Marktsegmentabdeckungen bzw. günstigere Lösungen. Im Weltmarktportfolio Basis wurde deshalb ein Infrastruktur- und ein Staatsanleihe-ETF ausgetauscht und im Alternatives ETF-Portfolio ein Infrastruktur ETF.

Im **ESG ETF-Portfolio** kam es erwartungsgemäß zu mehr Änderungen. So wurden für Aktien zwei besser passende und zwei in Bezug auf Ausschlusskriterien strengere ETFs gefunden. Mit einem neuen Infrastruktur ESG und einem globalen ETF für grüne Immobilienaktien und Real Estate Investment Trust konnten zwei bisher unbesetzte Allokation erstmals gefüllt werden. Das Portfolio besteht jetzt aus insgesamt 10 verantwortungsvollen ETFs.

Das neu online gestellt **ESG ETF Portfolio Bonds (EUR)** besteht aus insgesamt 9 ETFs, von denen erst drei in ausschüttenden Varianten zur Verfügung stehen. Wir hoffen, dass bei der nächsten Selektion Ende 2021 mehr ausschüttende ETFs für dieses genutzt werden können, um es noch konservativer zu machen.

Anders als im WMP Basis und werden hierfür auch kurzlaufende Anleihen genutzt. Wie alle ESG Anleiheallokation von Diversifikator sind aber keine Staatsanleihen enthalten. Dafür werden vergleichbar sichere Anleihen von multinationalen Entwicklungsbanken genutzt, von denen typischerweise viele nachhaltige Projekte finanziert werden.

Dieses Portfolio kann in Kombination mit den Aktienportfolios genutzt werden, um unterschiedliche Risikoanforderungen von Anlegern abzudecken.

## 12 Impact- und ESG Portfolios: ESG Details

Das breit diversifizierte ESG ETF-Portfolio läuft sehr erfolgreich seit Anfang 2016. Weil mit Qualitäts-Anleihen aber nur geringe Renditen möglich sind, werden jetzt zusätzlich drei **ESG ETF-Portfolios ex Bonds** veröffentlicht, die keine Anleihen enthalten. Das sind neben dem Basisportfolio eine ausschüttende Variante (Income) und eine Variante mit Trendfolgesteuerung (Trend). Andere ESG ETF-Portfolios werden auch weiterhin nur über Partner angeboten.

Die meisten Änderungen gab es im **SDG ETF-Portfolio**. Dazu wird in Kürze eine separater Blogbeitrag veröffentlicht. Das Portfolio ist auf eine positive Wirkung (Impact) ausgerichtet (vgl. <https://prof-soehnholz.com/absolute-und-relative-impact-investing-und-additionalitaet/>). Es setzt sich aus 16 Themen-ETFs zusammen, die möglichst im Einklang mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) stehen. Es gibt es zusätzlich auch eine Variante mit Trendfolgesteuerung. Solche Portfolios werden bisher noch nirgendwo anders öffentlich angeboten.

## Trendfolgeänderungen

Regeländerungen gab es vor allem bei der Trendfolge (vgl. [Risikomanagement: Aktiv ist schlechter als passiv \(Robo-Advice\) – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)). Bisher wurden Kauf- und Verkaufssignale auf Basis der Performance im Vergleich zum durchschnittlichen 200-Tage Kurs genutzt. Dieses Vorgehen hat sich einschließlich der Finanzmarktkrise 2008 gut bewährt und wurde ursprünglich auch deshalb ausgewählt, weil es mit relativ wenigen Handelsaktivitäten bzw. -kosten verbunden ist. Seitdem sind die Transaktionskosten auch für Privatanleger stark gesunken und die Geldanlagemärkte sind schnelllebiger geworden. Deshalb wurde die Trendfolge jetzt auf den ebenfalls bewährten 40-Tage Durchschnitt umgestellt.

Bisher wurden die relativ seltenen Signale aus Risikodiversifikationsgründen auf ETF-Ebene erzeugt und umgesetzt. Künftig wird mit dem Weltaktienmarkt nur noch ein Signalgeber genutzt. Das führt zu einer einfacheren Umsetzung, weil Signale für weniger Handelstage erzeugt werden. Dieses Vorgehen sollte zudem die Anzahl von Fehlsignalen reduzieren und trotzdem bei breiten Marktkrisen vor zu hohen Verlusten schützen und einen relativ schnellen Wiedereinstieg unterstützen.

## 12 Impact- und ESG Portfolios: Begründungen für die acht erstmaligen Portfolioeinstellungen

Die nicht weiter berechneten Portfolios wurden in der Vergangenheit nur wenig nachgefragt. Aber es gibt weitere Einstellungsgründe. Die gemischten **ESG ETF-Portfolio Trend** und **Weltmarktportfolio Basis Trend** kombinieren Trendfolge mit nahezu renditelosen Anleihen und haben deshalb zu geringe Renditepotenziale. Die **Weltmarktportfolios Basis Income**, **WMP S**, **WMP Stars** und **WMP S ex Bonds** werden eingestellt, weil sie inzwischen gut durch vergleichbare ESG ETF-Portfolios ersetzt werden können. Das **Equity Income (EW) ETF-Portfolio** wird eingestellt, weil der bisherige Vermögensverwalterkunde dafür sein Geschäft aufgegeben hat. Und das **Islamic ETF-Portfolio** wird nicht mehr angeboten, weil es immer noch zu wenige Islamische ETFs gibt und eine Änderung nicht absehbar ist (zur Performance aller Portfolios vgl. z.B. [ESG-Portfolios 1-9/20: Deutsche Aktien performen besonders gut – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

## Portfoliodetails nicht mehr frei zugänglich

Seit der Gründung haben wir alle Portfoliodetails tagesaktuell frei zugänglich online gestellt. So wollten wir den „barrierefreien“ Zugang zu unseren Portfolios und damit nachhaltige

Investments insgesamt fördern. Das hat uns bisher mehr geschadet als genutzt. Unsere Umsätze mit Selbstbedienern, die für die Nutzung unserer Portfolios bezahlen, sind sehr gering. Andererseits haben einige Vermögensverwalter und Vermittler uns deutlich gemacht, dass sie unsere Portfolios nur nutzen werden, wenn der freie Zugang zu diesen eingestellt wird. Ab sofort werden wir Portfoliodetails deshalb nur noch an registrierte Nutzer bzw. auf explizite Anforderung herausgeben. Die AGB wurden entsprechend angepasst.

Die hier genannten Änderungen sind in das überarbeitete [Diversifikator Buch](#) aufgenommen worden. Mehrere der Portfolios sind zu ähnlichen Konditionen wie bei Diversifikator aber inklusive Beratung und Verwaltung bei der [Deutschen Wertpapiertreuhand](#) erhältlich.

## IMPACT ETF PORTFOLIO +18% IN 2020 (1-2021)

Das Ende 2019 gestartete Impact bzw. SDG ETF-Portfolio hat sich im schwierigen Kapitalmarktjahr 2020 mit +18% besonders gut entwickelt (SDG steht für die Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen). Mit +15% lief auch das Deutsche Aktien ESG Portfolio besonders gut (ESG steht für Environmental, Social und Governance).

Hier ist die Grobanalyse der 2020er Renditen für die 15 nachhaltigen und zwei traditionellen Portfolios von Diversifikator, die auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) online stehen:

**Traditionelle passive Allokationsportfolios weiter durch negative Alternativesentwicklung beeinflusst**

Die Performance der Multi-Asset Portfolios von Diversifikator ist in den letzten Jahren relativ stark durch die verhältnismäßig hohe Allokation von ca. 30% „liquiden Alternatives“ beeinflusst worden. Diese Allokation entspricht in etwa der gemessenen aggregierten Allokation aller Kapitalanleger weltweit zu alternativen Anlagen (siehe auf längere Sicht z.B. <https://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>). Sie wird vor allem mit Immobilienaktien- und Infrastrukturaktien-ETFs umgesetzt.

So weist das aus 13 ETFs bestehende **Alternatives ETF-Portfolio** mit -11% weiterhin hohe Verluste aus. Über zwei Jahre liegt es zwar bei +11%, damit aber immer noch etwa 25 Prozentpunkte hinter einer breiten Aktien ETF Benchmark.

In 2020 liegen aktive gemanagte Mischfonds (Median) bei +3% und das breit diversifizierte **Weltmarktportfolio (WMP) Basis** bei -2%. Für die letzten 24 Monate weist das WMP Basis mit +20% im Vergleich zu +16% für flexible Mischfonds aber ein sehr gutes Ergebnis auf.

Gute passive Allokationsbenchmarks gibt es nicht (vgl. <https://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/>). Aber andere passive Allokationsportfolios waren 2020 besser als das WMP Basis. So haben der Arero Fonds, der

Lyxor Portfolio Strategy ETF und der Xtrackers Portfoliofonds alle ca. 3% Plus gemacht. Über 24 Monate liegt Arero bei +22%, Lyxor bei +23% und xtrackers bei +27%.

Die im Dezember 2020 zu Gunsten von nachhaltigen Portfolios eingestellten traditionellen Portfolios von Diversifikator hatten bis zum Auflösungszeitpunkt überwiegend relativ gute Renditen im Vergleich zu aktiven Fonds (vgl. [ESG-Portfolios 1-9/20: Deutsche Aktien performen besonders gut – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

### **Impact ETF Portfolio: Nachhaltige ETF Portfolios mit guter Performance**

Das inzwischen relativ breit gestreute **ESG ETF-Portfolio**, das ebenfalls Immobilienaktien enthält, kann mit +3% aber mit diesen traditionellen passiven Portfolios mithalten. Auf 24 Monate liegt das ESG ETF-Portfolio bei +23% und damit genauso gut wie traditionelle Portfolio-ETFs und erheblich besser als aktiv gemanagte Mischfonds (+16%).

Das neue **ESG ETF-Portfolio ex Bonds** hat 2020 +5% erreicht. Das ist etwa so gut wie traditionelle globale ETFs aber schlechter als aktiv gemanagte nicht-nachhaltige Aktienfonds (+9%). Das ebenfalls neue **ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend** hat 2020 -2% verloren. Das ist schlechter als das vergleichbare Portfolio ohne Trendfolge (+5%). Aber fast alle Trendfolgeansätze hatten es in den letzten Jahren sehr schwer, positive Renditen zu erreichen. Der Veri ETF-Dachfonds zum Beispiel hat 2020 ca. -7% verloren.

Das ebenfalls neue **ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)** hat 2020 mit +2% rentiert. Das ist etwas schlechter als globale und in Euro gehedgte Anleihe ETFs (ca. +4%).

Besonders erfreulich war die Entwicklung des Impact bzw. **SDG ETF-Portfolios** (vgl. [SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)). Dieses hat in seinem ersten Jahr 18% an Wert gewonnen und damit doppelt so viel wie ein typischer aktiv gemanagter Aktienfonds bei vergleichbaren zwischenzeitlichen Verlusten (-34%).

Einige Kunden haben dieses Portfolio in unterschiedlichen Kombinationen mit dem ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) gekauft. In einer 50/50 Kombination hätte man damit in 2020 +10% gemacht, was erheblich besser als aktiv gemanagte Mischfonds (+3%) aber auch als passive traditionelle ETF-Mischungen liegt.

### **Impact ETF Portfolio: Direkte strenge ESG Aktienportfolios mit sehr guter Performance**

In 2020 hat das **Global Equities ESG** Portfolio mit +1% etwas schlechter als die +5% der breiten Weltaktien ETF Benchmark und erheblich schlechter als die +9% für den Median-Aktienfonds abgeschnitten. Der Renditenachteil resultiert aus dem ersten Quartal und ist vor allem auf relativ niedrige Allokationen zu Technologietiteln und Largecaps zurückzuführen.

Über 24 Monate gilt das aber nicht mehr. In der Periode liegt das **Global Equities ESG Portfolio** bei +35%, die ETF-Benchmark bei +36% und aktive Aktienfonds bei +37%. Das aus

nur aus 5 Titeln bestehende **Global Equities ESG Portfolio S** hat 2020 +3% gewonnen und über 24 Monate sogar +47% erreicht.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat 2020 +15% und über 24 Monate +43% gewonnen. Eine 50/50 DAX/M-DAX ETF-Mischung hätte in 2020 +6% und über 24 Monate +36% zugelegt. Der durchschnittliche Standardwerte-Aktienfonds ist 2020 um +3% und über 24 Monate nur um +28% gestiegen.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat 2020 -4% und über 24 Monate +25% erreicht. Ein ishares ETF auf einen Global Infrastructure Index hätte -10% in 2020 und +10% über 24 Monate gebracht. In 2020 hätte der Median Infrastrukturfonds -11% verloren. In 2019 gab es diese Gruppe bei Morningstar noch nicht.

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat 2020 -16% verloren und steht über 24 Monate bei +22%. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds hat 2020 -13% gemacht. Der globale SPDR Dow Jones Global Real Estate ETF hat in 2020 -19% verloren und über 24 Monate nur +1% gewonnen.

### **Impact ETF Portfolio: Drei weitere SDG Portfolios jetzt online**

Das **Global Equities ESG SDG** wird bereits seit Ende 2017 und das **Global Equities ESG Income** seit Ende 2019 berechnet. Sie standen bisher aber noch nicht online. Die Dividendenorientierte Selektion des Incomeportfolios hat sich in 2020 nicht bewährt und -9% verloren. Das globale ESG SDG Aktienportfolio hat 2019 +30% und in 2020 +4% Rendite erreicht und liegt damit über zwei Jahre etwa so gut wie viel breiter gestreute traditionelle aktiv gemanagte Aktienfonds oder ETFs.

Das **Global Equities ESG SDG Trend** Portfolio dagegen ist ganz neu, deshalb sind noch keine Performancedaten verfügbar.

Das **Impact plus ESG Mischfondsportfolio** hätte in 2020 -0,5% verloren, nachdem 2019 +21% Gewinn erreicht worden wären. Damit liegt es in 2020 schlechter als aktive oder passive Mischportfolios, über beide Jahre aber besser als aktiv gemanagte Mischfonds und auch als eine Aktien/Cash Kombination (vgl. [Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

### **Zusammenfassung**

Es macht teilweise einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit einer passiven Benchmark oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht. Auch die genutzte Vergleichsperiode kann einen großen Unterschied machen.

Diversifikators **traditionelle Multi-Asset Portfolios** haben sich in den letzten Jahren besser als aktive Fonds aber etwas schlechter als Portfolio-ETFs entwickelt. Die **ESG ETF-Portfolios** haben dagegen – mit Ausnahme des herausragenden **SDG ETF-Portfolios** – überwiegend wie traditionelle ETF-Portfolios performt.

Die streng verantwortungsvollen direkten **ESG Aktienportfolios** haben sich 2020 relativ gut und vor allem seit Jahresanfang 2019 sehr gut entwickelt. Das gilt vor allem für die auf deutsche Aktien und -relativ gesehen- Infrastrukturaktien spezialisierten Portfolios (vgl. <https://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/>).

Damit hat sich die auf standardisierten und möglichst einfachen Regeln und vor allem die streng an ESG und SDG Kriterien ausgerichtete ETF- und Aktienselektion von Diversifikator sehr bewährt.

Details zu allen Regeln und Portfolios siehe [Das-Diversifikator-Buch.pdf](#).

## Q1 ESG: PURE GLOBALE AKTIEN ESG PORTFOLIOS MIT BESONDERS GUTER PERFORMANCE (4-2021)

Im ersten Quartal haben das Globale Aktien ESG S Portfolio mit den nur 5 nachhaltigsten Aktien mit +19,3%, das aus den 30 fast nur nach Nachhaltigkeitskriterien selektierten Aktien bestehende Globale Aktien ESG Portfolio mit +11,5% und das Alternatives EFF Portfolio mit +13,7% am besten abgeschnitten. Zum Vergleich: Ein traditioneller globaler Aktien ETF hätte 9,4% Rendite erreicht.

Hier ist die Grobanalyse der Renditen des ersten Quartals 2021 für die 15 nachhaltigen und zwei traditionellen Portfolios von Diversifikator, die auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) online stehen.

### Q1: Traditionelle passive Allokationsportfolios in Q1 wieder besser als aktive Fonds

Die Performance der Multi-Asset Portfolios von Diversifikator ist in den letzten Jahren relativ stark durch die verhältnismäßig hohe Allokation von ca. 30% „liquiden Alternatives“ beeinflusst worden. Diese Allokation entspricht in etwa der gemessenen aggregierten Allokation aller Kapitalanleger weltweit zu alternativen Anlagen (siehe auf längere Sicht z.B. <https://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>). Sie wird vor allem mit Immobilienaktien- und Infrastrukturaktien-ETFs umgesetzt.

Im ersten Quartal 2021 hat das aus 13 ETFs bestehende **Alternatives ETF-Portfolio** mit +14% hohe Gewinne. Über 15 Monate, also inklusive dem schwierigen Jahr 2020, liegt es aber nur knapp im Plus und damit weiterhin stark hinter breiten Aktien ETF Benchmarks (zu der 2020 Performance aller Portfolios vgl. [Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

Im ersten Quartal 2021 liegen aktive gemanagte Mischfonds (Median) bei +3% und das breit diversifizierte **Weltmarktportfolio (WMP) ETF-Portfolio Basis** bei 5%. Die Performance über 15 Monate liegt aber mit 3% immer noch hinter der von aktiven Mischfonds, die 6% erreichten, und damit nicht mehr so gut wie im hervorragenden Jahr 2019.

Gute passive Allokationsbenchmarks gibt es nicht (vgl. <https://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/>). Aber andere passive



Allokationsportfolios waren im ersten Quartal 2021 mit +6-7% noch etwas besser als das WMP Basis.

### **Q1 ESG: Nachhaltiges gemischtes ETF Portfolio performt ähnlich wie traditionelle aktive Mischfonds**

Das relativ breit gestreute **ESG ETF-Portfolio**, das ebenfalls Immobilien- und Infrastrukturaktien enthält, kann im ersten Quartal 2021 mit +2% zwar mit aktiv gemanagten Mischfonds, nicht aber mit traditionellen passiven Portfolios wie dem WMP Basis mithalten. Das gilt ähnlich auch für 2020, während die 2019er Performance des ESG ETF-Portfolios besonders im Vergleich zu aktiven Fonds sehr gut war.

Das relativ neue **ESG ETF-Portfolio ex Bonds** – und ähnlich auch das vergleichbare Trendfolgeportfolio – hat im ersten Quartal +5% erreicht. Das ist etwas schlechter als traditionelle globale ETFs und auch als aktiv gemanagte nicht-nachhaltige Aktienfonds (+9%) und setzt die relativ schlechte Entwicklung von 2020 fort.

Das ebenfalls relativ neue **ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)** hat im ersten Quartal mit -1,5% rentiert und damit etwas besser als vergleichbare ETFs, die -3% verloren hätten. Auch in 2019 war die Performance mit +2% gegenüber 0% besser.

### **Q1: Impact ETF Portfolios weiter gut**

Das aus thematischen Aktien-ETFs bestehende **SDG ETF-Portfolio** hat mit +8% im ersten Quartal ähnlich wie traditionelle Aktien-ETFs und aktiv gemanagte Aktienfonds rentiert. Besonders erfreulich war die Entwicklung des SDG ETF-Portfolios (vgl. [SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](https://www.prof-soehnholz.com) in 2020. Es hatte in seinem ersten Jahr 18% an Wert gewonnen und damit doppelt so viel wie ein typischer aktiv gemanagter Aktienfonds bei vergleichbaren zwischenzeitlichen Verlusten (-34%).

### **Q1 ESG: Direkte strenge ESG Aktienportfolios auch in Q1 mit sehr guter Performance**

In ersten Quartal 2021 hat das **Global Equities ESG Portfolio** mit +11% besser als die +9% der breiten Weltaktien ETF Benchmark und die +8% für den Median-Aktienfonds abgeschnitten. Über 15 Monate liegt es jetzt in der Mitte zwischen diesen beiden Benchmarks. Allerdings hatte das Portfolio in 2019 eine ziemlich starke Outperformance.

Das aus nur aus 5 Titeln bestehende **Global Equities ESG Portfolio S** hat im ersten Quartal sogar 19% zugelegt.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat 6% im ersten Quartal gewonnen und damit genauso viel wie eine passive traditionelle Benchmark aber etwas weniger als aktiv gemanagte Deutschlandfonds. In den letzten 15 Monaten liegt das Portfolio aber weiter um hervorragende 9 bis 10 Prozentpunkte vor den beiden Benchmarks.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** liegt im ersten Quartal mit +3% hinter einer passiven (+6%) und einer aktiven Fondsbenchmark (+8%). Über 15 Monate ist die Performance mit 0% ähnlich wie die eines traditionellen Infrastruktur-ETFs und liegt ca. vier Prozentpunkte über der von aktiv gemanagten globalen Infrastrukturfonds, nachdem der traditionelle ETF in 2019 erheblich übertroffen wurde.

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat im ersten Quartal 2021 mit 5% ebenfalls hinter einem traditionellen ETF (+7%) und aktiv gemanagten Immobilienaktienfonds (+9%) gelegen. Über 15 Monate liegt die Performance über dem ETF aber weiterhin unter den aktiv gemanagten Fonds. In 2019 wurde aber eine sehr starke Outperformance erreicht.

### **Q1 ESG: Diversifizierte Impact Aktienportfolios laufen weiter gut**

Das **Global Equities ESG SDG** – und ähnlich auch das neue Trendfolgeportfolio – hat mit 8% im ersten Quartal wiederum eine gute Rendite erreicht. Das aus 30 Aktien aus mehreren Ländern und Branchen bestehende Portfolio läuft damit weiter ungefähr so wie traditionelle Aktien-ETFs mit einer leicht schlechteren Performance im Jahr 2020 und einer etwas besseren in 2019. Mit +6% liegt das **Global Equities ESG Income Portfolio** im ersten Quartal 2021 wieder hinter seinen Benchmarks zurück (vgl. auch [ESG SDG: Sehr konsequente Aktienportfolios – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](https://prof-soehnholz.com/ESG-SDG-Sehr-konsequente-Aktienportfolios-Verantwortungsvolle-ESG-Geldanlage)).

### **Q1 ESG: Zusammenfassung**

Wie schon bei den vorherigen Vergleichen gilt: Es macht teilweise einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit einer passiven Benchmark oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht. Auch die genutzte Vergleichsperiode kann einen großen Unterschied machen.

Diversifikators **traditionelle Multi-Asset Portfolios** haben sich in den letzten Jahren besser als aktive Fonds aber etwas schlechter als Portfolio-ETFs entwickelt. **Die Multi-Asset ESG ETF-Portfolios** haben dagegen überwiegend wie traditionelle ETF-Portfolios performt. Dabei haben die nachhaltigen Alternatives ETFs und die Anleihe-ETFs positiv und die SRI Aktien-ETFs relativ gesehen negative Einflüsse gehabt. Besonders gut laufen dafür die **SDG ETF-Portfolios**, die aus zahlreichen Themen-ETFs bestehen.

Die streng verantwortungsvollen direkten **ESG Aktienportfolios** haben sich wie schon in 2020 auch im ersten Quartal 2021 gut entwickelt und inklusive 2019 sogar sehr gut (vgl. <https://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/>). Es ist besonders erfreulich, dass sich der Wechsel zu einem neuen ESG-Ratinganbieter nicht negativ ausgewirkt hat, obwohl es im Vorfeld der Entscheidung keinerlei Analysen zur Performance der Daten gab.

Damit hat sich die auf standardisierten und möglichst einfachen Regeln und vor allem die streng an ESG und SDG Kriterien ausgerichtete ETF- und Aktienselektion von Diversifikator wieder sehr gut bewährt (vgl. [Conscious Fintech? 5 Jahre Diversifikator – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](https://prof-soehnholz.com/Conscious-Fintech-5-Jahre-Diversifikator-Verantwortungsvolle-ESG-Geldanlage)).

Details zu allen Regeln und Portfolios siehe [Das-Diversifikator-Buch.pdf](#).

Anhang: [Performancetabelle](#) mit Quellenangaben

## ESG & SDG Q2: EINIGE DER 15 NACHHALTIGEN PORTFOLIOS MIT BESONDERS GUTER PERFORMANCE (7-2021)

Im zweiten Quartal hat das Globale Aktien ESG S Portfolio mit den nur 5 nachhaltigsten Aktien mit +9,1% wiederum am besten abgeschnitten. Aber auch das aus den 30 fast nur nach Nachhaltigkeitskriterien selektierten Aktien bestehende Deutsche Aktien ESG Portfolio hat mit +7,0% sehr gut performt. Von den ETF-Portfolios waren das Alternatives (+9,1%) und das ESG ETF-Portfolio ex Bonds (+7,0) besonders gut.

Hier ist die Grobanalyse der Renditen des zweiten Quartals 2021 für die 15 nachhaltigen und zwei traditionellen Portfolios von Soehnholz ESG, die auf [www.soehnholzesg.com](http://www.soehnholzesg.com) online stehen:

### Passive Allokationsportfolios in Q2 wiederum besser als aktive Fonds

Nach +13,7% im ersten hat das aus 13 ETFs bestehende **Alternatives ETF-Portfolio** auch im zweiten Quartal 2021 mit +7,2% eine sehr gute Rendite gehabt. Über 18 Monate, also inklusive dem schwierigen Jahr 2020, liegt es aber weiterhin stark hinter einer breiten Aktien ETF Benchmarks zurück (zu der 2020 Performance aller Portfolios vgl. [Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

Im zweiten Quartal 2021 liegen aktive gemanagte Mischfonds (Median) bei +3,5% und das breit diversifizierte **Weltmarkt (WMP) ETF-Portfolio Basis** bei 5%. Die Performance über 18 Monate liegt mit 8,2% aber hinter der von aktiven Mischfonds, die 9,6% erreichten.

Gute passive Allokationsbenchmarks gibt es nicht (vgl. <https://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/>). Aber andere passive traditionelle Allokationsportfolios lagen im zweiten Quartal 2021 ebenfalls bei ca. +5%.

### ESG & SDG: Nachhaltige ETF Portfolios performen im zweiten Quartal ähnlich wie traditionelle Portfolios

Das relativ breit gestreute **ESG ETF-Portfolio**, das ebenfalls Immobilien- und Infrastrukturaktien enthält, kann im zweiten Quartal 2021 mit +4,5% mit traditionellen Portfolios mithalten. Das gilt auch über 18 Monate und im Vergleich zum Weltmarktportfolio Basis und auch traditionellen aktiven Mischfonds.

Das **ESG ETF-Portfolio ex Bonds** hat im zweiten Quartal +7% erreicht und lag damit etwas besser als traditionelle Aktien-ETFs und aktiv gemanagte globale Aktienportfolios. Über 18 Monate ist die Performance mit 17,8% aber weiterhin schlechter als traditionelle globale ETFs und auch als aktiv gemanagte nicht-nachhaltige Aktienfonds. Das **ESG ETF-Portfolio ex**

**Bonds Income** hat in den ersten 6 Monaten ähnlich rentiert. Das **ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend** mit der 40Tagelinie hat im zweiten Quartal mit 3,4% eine ähnliche Performance wie traditionelle aktive Mischfonds gehabt. Über 18 Monate ist die Performance mit +6,3% aber schlechter.

Das **ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)** hat im zweiten Quartal mit +0,3% rentiert und damit ähnlich wie vergleichbare traditionelle ETFs. Dafür ist sie über 18 Monate mit +0,6% besser.

### **ESG & SDG: Impact ETF Portfolios laufen dieses Jahr teilweise etwas hinterher**

Das aus thematischen Aktien-ETFs bestehende **SDG ETF-Portfolio** hat mit +3,1% im zweiten Quartal etwas schlechter als traditionelle Aktien-ETFs und aktiv gemanagte Aktienfonds rentiert. Besonders gut ist die Entwicklung des SDG ETF-Portfolios mit +31,2% aber über 18 Monate. **Das relativ neue SDG ETF-Portfolio Trend** hat im zweiten Quartal mit +0,6% nur wenig an Wert gewonnen. Mit 8,6% ist die Halbjahresperformance aber auch im Vergleich zu traditionellen Mischfonds (+6,4%) sehr gut.

### **ESG & SDG: Pure ESG Aktienportfolios in Q2 mit einer gemischten Performance**

In zweitem Quartal 2021 hat das **Global Equities ESG** Portfolio mit +3,1% schlechter als die +6,1% der breiten traditionellen Weltaktien ETF Benchmark und die +5,5% für den Median-Aktienfonds abgeschnitten. Über 6 Monate liegt es etwa in der Mitte zwischen diesen beiden Benchmarks und über 18 Monate mit +16% hinter diesen beiden Benchmarks. Das aus nur aus 5 Titeln bestehende **Global Equities ESG Portfolio S** hat im zweiten Quartal aber sogar +9,1% und im Halbjahr um +28,4% und über 18 Monate um +32,6% zugelegt.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat 7% im zweiten Quartal gewonnen und damit mehr als eine passive traditionelle Benchmark (5,4%) und als aktiv gemanagte Deutschlandfonds (+4,7%). In den letzten 6 Monaten liegt das Portfolio mit 12,8% zwischen diesen beiden Vergleichskategorien aber über 18 Monate weit über 10 Prozentpunkte vor den beiden anderen Gruppen.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** liegt im zweiten Quartal mit -3,2% hinter einer passiven (+1,1%) und einer aktiven Fondsbenchmark (+3,4%). Über 18 Monate ist die Performance mit -3,7% ähnlich wie die eines traditionellen Infrastruktur-ETFs. Beide liegen aber ca. drei Prozentpunkte unter der von aktiv gemanagten globalen Infrastrukturfonds.

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat im zweiten Quartal 2021 mit 6,8% ebenfalls hinter einem traditionellen ETF (+10,1%) und aktiv gemanagten Immobilienaktienfonds (+8,4%) gelegen. Über 18 Monate liegt die Performance mit -5,5% ähnlich wie traditionelle ETFs aber weiterhin unter aktiv gemanagten Immobilienaktienfonds.

### **ESG & SDG: Auch konsequente Impact ESG Aktienportfolios laufen unterschiedlich**

Das **Global Equities ESG SDG** hat mit 3,1% im zweiten Quartal erreicht. Das liegt unterhalb von traditionellen Aktien-ETs bzw. aktiv gemanagten globalen Aktienfonds. Ähnliches gilt für die Haljahresperformance von 11,1% und auch die 18 Monatsperformance von 15,5%.

Mit +2,7% liegt auch das **Global Equities ESG Income** Portfolio im zweiten Quartal 2021 etwas hinter diesen Benchmarks zurück. Das **Global Equities ESG Trend Portfolio** verlor -0,8% im zweiten Quartal. Mit +6,9% liegt es aber über 6 Monate etwas besser als aktiv gemanagte traditionelle Mischfonds.

## Zusammenfassung

Wie schon bei den vorherigen Vergleichen gilt: Es macht teilweise einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit einer passiven Benchmark oder der Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht. Auch die genutzte Vergleichsperiode kann einen großen Unterschied machen.

Soehnholz ESGs traditionelle Multi-Asset ETF-Portfolios haben sich in den letzten Jahren besser als aktive Fonds aber – aufgrund des alternativen Anteils – etwas schlechter als Portfolio-ETFs entwickelt. Die ESG ETF-Portfolios, das Global ESG Portfolio und das Global ESG SDG Portfolio haben dagegen überwiegend wie traditionelle ETF-Portfolios performt. Besonders gut haben sich die SDG ETF-Portfolios entwickelt, die aus zahlreichen Themen-ETFs bestehen.

Die streng verantwortungsvollen spezialisierten ESG Aktienportfolios laufen unterschiedlich. Das Infrastrukturportfolio läuft aktuell relativ schlecht, während das deutsche Aktienportfolio besonders gut performt.

Details zu allen Regeln und Portfolios siehe [Das Soehnholz ESG und SDG Portfoliobuch](#).

Anhang: [Performancetabelle](#) mit Quellenangaben

## CONSCIOUS FINTECH? 5 JAHRE DIVERSIFIKATOR (1-2021)

Conscious Fintech steht für die Nutzung von Finanztechnologie zur Förderung von Nachhaltigkeit. Das trifft auf mein jetzt 5 Jahre junges Unternehmen zu: Diversifikator bietet vor allem ESG und SDG Modellportfolios online an. Dabei steht ESG steht für Environmental, Social und Governanceaspekte und SDG für Sustainable Development Goals. Das sind die nachhaltigen Entwicklungsziele, die 2015 von den Vereinten Nationen verabschiedet wurden.

Im Folgenden zeige ich, wie sich meine persönlichen Aktivitäten im Nachhaltigkeits- und Fintechbereich in den letzten Jahren entwickelt haben. Dazu gehören natürlich auch Widerstände, die ich überwinden musste.

Heute bietet mein Unternehmen Diversifikator 5 konsequente SDG und 13 strenge ESG aber nur noch 2 traditionelle Portfolios öffentlich an:

## Mein Responsible Investment Start von 2008 bis 2011

Mein erstes Nachhaltigkeitsportfolio war ein geschlossener Private Equity Dachfonds für vermögende Anleger. Von 2009 bis 2013 hat sich dieser Dachfonds an mehreren institutionellen Infrastrukturfonds mit Fokus auf erneuerbare Energien beteiligt.

Der Fonds wurde im Juni 2008 auf Initiative einer damaligen Kollegin entwickelt. Durch die Finanzkrise war das Marktumfeld schwierig. Hinzu kam, dass Nachhaltigkeit in Verbindung mit alternativen Investments sehr neu und damit erklärungsbedürftig war.

Ab 2008 habe ich mich stärker mit traditionellen Anlageklassen beschäftigt. Auch in dem 2010 gemeinsam mit zwei anderen ehemaligen Kollegen veröffentlichten Buch „[Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion](#)“ kam ESG nur an einer Stelle kurz vor. Das hat sich geändert. Seit 2014 schreibe ich vor allem über verantwortungsvolle bzw. nachhaltige Investments (vgl. [Publikationen von Dirk Soehnholz \(prof-soehnholz.com\)](#)).

### **Der ESG Faktoransatz von 2012 bis 2015**

Nach meinem Wechsel zu einem neuen Arbeitgeber im Jahr 2012, habe ich das Thema ESG weit oben auf meine Agenda gesetzt. Das traditionell ausgerichtete Portfoliomanagementteam und auch der Aufsichtsrat meines neuen Arbeitgebers verlangten allerdings Belege dafür, dass ESG zu einer positiven Performance beiträgt.

2012 gab es erst wenig quantitatives Research zum Thema ESG. In einem aufwändigen Prozess habe ich einen geeigneten ESG Datenanbieter ausgesucht, um eigene Analysen durchführen zu können. Unsere Wahl fiel auf ein spezialisiertes Researchhaus, das mit über 3000 Aktien ein zum damaligen Zeitpunkt relativ breites Universum mit ausreichender Datenhistorie liefern konnte.

Unsere Analysen und später auch externe Studien ergaben, dass Unternehmensführung bzw. Governance ein besonders guter Faktor sein könnte, um Portfoliorisiken zu senken. Ergebnis war die wohl erste Veröffentlichung, die quantitativ nicht nur einen einzigen Governancefaktor, sondern mehrere Unterfaktoren wie „Unabhängigkeit des Aufsichtsrates“ oder „Frauenquoten“ genutzt hat (vgl. [hier](#)). Ich durfte unser Arbeitspapier sogar auf der Academic Network Konferenz der Principles for Responsible Investment in Montreal vorstellen.

Aber selbst mit anspruchsvollen quantitativen Ansätzen kann nicht bewiesen werden, dass ESG oder Governance zu Outperformance führt. Deshalb wurden Governanceratings ab Mitte 2013 zwar für die Aktienselektion genutzt, allerdings wurden die Ratings nur gering gewichtet. Das fand ich unbefriedigend.

### **Conscious Fintech: ESG First von 2015 bis 2020**

Ab Ende 2015 habe ich die Gründung meines eigenen Unternehmens Diversifikator vorbereitet. Die ersten drei Portfolios werden seit Anfang 2016 berechnet und Mitte Februar 2016 frei zugänglich online gestellt.

Mein wichtigstes Portfolio war zunächst das Weltmarktportfolio, mit dem eine neuartige

kapitalmarktgewichtete „most-passive“ Allokation zu Aktien, Anleihen und börsennotierten alternativen Anlagen umgesetzt wurde. Zeitgleich habe ich ein Portfolio aus möglichst streng nachhaltigen ETFs gestartet. Das war das wohl erste derartige Portfolio weltweit.

Bei der Suche nach konsequent nachhaltigen ETFs für dieses ESG ETF-Portfolio stellte ich fest, dass es für Immobilien und Infrastruktur keinen einzigen verantwortungsvollen ETF gab. Sogar die strengsten Socially Responsible Investment ETFs enthielten noch viele Wertpapiere, die in einem verantwortungsvollen Investmentportfolio nicht gern gesehen werden. Das liegt vor allem daran, dass diese ETFs nur sehr wenig von ihren traditionellen Vergleichsindizes abweichen sollen.

Entgegen meiner ursprünglichen Planung, in der nur ETF-Portfolios vorgesehen waren, habe ich deshalb zusätzlich direkte Aktienportfolios entwickelt. Mein Ziel war es, Aktien vor allem nach Nachhaltigkeitskriterien auszusuchen. Außer Mindestkapitalisierung und -Liquidität wurde nur noch ein einfaches Verlustmaß als traditionelles Aktienselektionskriterium genutzt. Ich habe explizit auf weitere typische traditionelle Selektionskriterien wie fundamentale oder statistische Faktoren verzichtet. So konnten besonders viele und strenge Ausschlüsse und hohe Anforderungen an ESG-Ratings genutzt und trotzdem noch ausreichend diversifizierte Portfolios gebildet werden.

Besonders wichtig waren mir umfassende Ausschlüsse und separate Mindestanforderungen für Umweltrating, Sozialratings und Governanceratings. Damit soll verhindert werden, dass eine gute Unternehmensführung ein schlechtes ökologisches oder soziales Verhalten kompensieren kann. Außerdem habe ich einen Best-of-Universe Ansatz genutzt. Dabei werden nur Aktien selektiert, welche – unabhängig von ihrer Branche – die besten E, S und G Ratings haben. Dagegen werden für die meisten ESG Portfolios am Markt Best-in-Class Ansätze genutzt. Dabei können z.B. die Ölproduzenten mit den relativ besten Umweltratings in ein Portfolio kommen, die bei einem Best-in-Universe Ansatz ausgeschlossen würden.

Die ersten drei non-ETF-Portfolios wurden für deutsche Aktien, Infrastrukturaktien und Immobilienaktien entwickelt, da es im Jahr 2016 noch für keines dieser Segmente einen nachhaltigen ETF gab. Ab Mitte 2017 habe ich mehrere weitere Länder- und Branchenportfolios entwickelt. Seit Ende 2017 hat Diversifikator bereits erheblich mehr nachhaltige als traditionelle Portfolios im Angebot (vgl. [hier](#)). Allerdings haben wir nicht alle Portfolios sofort online gestellt, um die schon sehr umfangreiche Webseite (vgl. z.B. [hier](#)) nicht zu überladen. Ende 2020 wurde der Claim auf „Pure ESG & SDG Portfolios“ geändert. Zeitgleich haben wir die Webseite von Diversifikator überarbeitet. Damit standen erstmals mehr ESG- als traditionelle Portfolios auf der Webseite (vgl. [12 Impact- und ESG Portfolios online – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

## **Conscious Fintech: SDG First ab 2021**

2015 haben die sich Vereinten Nationen 17 wichtige nachhaltige Entwicklungsziele (SDG) gesetzt, wie Reduktion von Armut und Nahrungsmittelknappheit. Mein erstes an den SDG ausgerichtete Portfolio habe ich Mitte 2017 fertig gestellt.

Dafür habe ich SDG Daten gesucht. Allerdings konnten 2017 nur sehr wenige Dienstleister

SDG-bezogene Daten liefern. Oft haben sie nur ESG-Daten anders kombiniert, was mir keinen Zusatznutzen brachte.

Deshalb habe ich einen eigenen Ansatz entwickelt. Dafür habe ich SDG-relevante Unternehmenssegmente wie Gesundheit, erneuerbare Energien und Infrastruktur definiert. Aus diesen Segmenten wähle ich die Aktien von Unternehmen mit den besten ESG Ratings aus. Wie bei den reinen ESG Portfolios nutze ich dafür ein Best-of-Universe Ansatz. Zusätzlich wende ich strenge Ausschlüsse an.

Das so gebildete Global Equities ESG SDG Portfolio hat sich – trotz einer relativ hohen Konzentration auf wenige Branchen – seit Ende 2018 renditemäßig ganz ähnlich wie ein nur schwer zu schlagender traditioneller Weltaktien-ETF entwickelt. Die Risikokennzahlen sind sogar besser als bei einer traditionellen ETF. Zusätzlich wurde Ende 2019 eine auf Dividendenausschüttungen ausgerichtete Variante für Stiftungen und Ende 2020 auch eine risikogesteuerte Variante entwickelt. Damit stehen aktuell drei Global Equities ESG SDG Portfolios online.

Für einen Vermögensverwalter wurde 2018 zudem ein ebenfalls branchen- und themenorientiertes SDG ETF Portfolio entwickelt (vgl. [SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)). Dieses Portfolio wird seit Ende 2019 regelmäßig berechnet und war renditemäßig mit knapp 18% das beste Portfolio im Jahr 2020 (vgl. [Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)). Auch dieses Portfolio wird seit Ende 2020 zusätzlich mit einer Risikosteuerung angeboten. Aktuell sind so 5 der 17 Onlineportfolios auf SDG fokussiert. Das ist zwar noch weniger als die insgesamt 15 ESG Portfolios aber ich erwarte, dass sich Anlegernachfrage und meine Marketingaktivitäten vor allem auf die SDG Portfolios fokussieren werden.

### **Conscious Fintech: Kontinuierliche Verschärfung der Nachhaltigkeitsanforderungen**

Meine Nachhaltigkeitsanforderungen habe ich seit Anfang 2016 im [Diversifikatorbuch](#) veröffentlicht. 2015 gab es nur Regeln für die Allokation und Selektion möglichst streng nachhaltiger ETFs für das ESG ETF-Portfolio. Diese Regeln haben sich seitdem kaum verändert. Zwar ist die Zahl nachhaltiger ETFs stark angestiegen, aber nur sehr wenige neuere ETFs hatten strengere ESG-Anforderungen.

2017 kamen Regeln für die Selektion von Aktien hinzu. Ich konnte meine ESG Anforderungen für Aktien fast in jedem Jahr erhöhen, weil für immer mehr Unternehmen ESG Ratings erstellt wurden. Der Wechsel zu einem Ratinganbieter mit aktuell knapp 30.000 Aktien hat mein Selektionsuniversum nochmals deutlich vergrößert.

Auf der Basis dieser Erfahrungen habe ich 2018 das [Klassifizierungsdokument](#) für nachhaltige Geldanlagen und 2019 das Policies for Responsible Investments Konzept für die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management ([DVFA PRISC](#)) entwickelt.

Für meine eigene Anlagepolitik nutze ich 5 der 8 Kategorien des Tools. Die Kriterien



Stimmrechtsausübung, Engagement und Incidents nutze ich nicht. Durch meine Recherchen für den Beitrag „Divestments bewirken mehr als Stimmrechtsausübungen oder Engagement“ (in „[Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken](#)“ von CRIC Corporate Responsibility Interface Center vom Dezember 2020) hat sich diese Einschätzung weiter gefestigt.

Nachdem ich bis Ende 2020 die ersten 5 Kategorien vom DVFA PRISC Tool gleichgewichtet genutzt hatte, habe ich seit Jahresende 2020 das Impactgewicht auf 40% erhöht. Die vier anderen Kategorien (Ausschlüsse, ESG Messmethode, Best-In-Ansatz und ESG Top %) gewichte ich jetzt mit jeweils 15% Prozent (vgl. Kapitel 6.12. im [Diversifikatorbuch](#)). Der Grund dafür ist, dass sich mein branchen- und themenorientierter Top-Down Ansatz bewährt hat.

Die DVFA PRISC Nachhaltigkeitscores für Portfolios von Diversifikator finden sich jetzt erstmals auf der [Webseite](#) (siehe neuer „Portfolioüberblick“). Die drei neuen ESG SDG Portfolios erreichen dabei 100%: Meiner Meinung nach gehören sie zu den verantwortungsvollsten Geldanlageportfolios, die derzeit mit liquiden Investments umgesetzt werden können.

### **Conscious Fintech: Welche Schublade darf es sein?**

Ich habe sehr früh davon gesprochen, dass mein Ansatz 80% anders ist. Das steht auch weiter so auf der [Internetseite](#) und wird dort auch begründet. Es ist trotzdem hilfreich, sich in eine Kategorie einzuordnen, um das Marketing zu erleichtern oder auch um bei Wettbewerben und Wettbewerbsvergleichen mitmachen zu können.

Diversifikator ist kein regulierter Finanzdienstleister. Deshalb passen auch die traditionellen Kategorien nicht: Anlageberater passt nicht zum No-Client-Data Ansatz. Vermögensverwalter passt nicht, weil kein Vermögen verwaltet wird. Portfoliomanager passt nicht, weil Portfolios nicht aktiv gemanagt werden. Finanzanalyst passt nicht, weil keine Wertpapieranalysen veröffentlicht werden. Indexanbieter passt nicht, weil keine regulierten Finanzindizes angeboten werden. Finanzanlagenvermittler passt nicht, weil nichts vermittelt wird. Aber es gibt ja viele neue mögliche Kategorien.

### **Conscious Fintech: Die Fintech Schublade**

Zur Zeit der Gründung von Diversifikator im Jahr 2015 wurden Fintechs, also Finanztechnologieunternehmen, als zunehmend attraktiv angesehen. Meine Services sollten vor allem online und weitestgehend automatisiert angeboten werden. Seit einigen Jahren werden Geschäftspartnern die Portfolios über APIs (Application Programming Interfaces) und die Diversifikatorwebseite als Private bzw. White Label Service angeboten. Die Kosten für Technik, speziell Daten und Informationstechnik, liegen bei über 50% der Gesamtkosten von Duversifikator.

Diversifikator kann als zurecht ein Fintech genannt werden. Allerdings gab es schon 2015 sehr viele unterschiedliche Ausprägungen von Fintechs, so dass eine Konkretisierung wichtig war.

## **Conscious Fintech: Die Robo-Advisor Schublade**

Zum Start im Jahr 2016 war eine Einordnung in die Kategorie Robo-Advisor marketingtechnisch hilfreich. Diese Kategorie hat international Aufmerksamkeit gefunden, es gab aber nur sehr wenige deutsche Anbieter. Grundsätzlich passte diese Kategorie auch, denn Diversifikator bietet Geldanlageportfolios online an. Diversifikator wurde auch von der Stiftung Warentest in einem Robo-Advisorvergleich getestet.

Heute gelten aber meist nur noch regulierte Vermögensverwalter als echte Robo-Advisor. Diese bieten typischerweise nur ein einziges Basisportfolio aus ETFs an, das mit Anleihen zu mehreren Risikoklassen kombiniert wird. Dazu gehört auch, dass Anleger online ein neues Depot anlegen können (Onboarding). Sie müssen einige persönliche Fragen beantworten und erhalten dann angeblich optimal auf sie abgestimmte Portfolios. Robo-Advisors unterscheiden sich untereinander dabei meist nur wenig in Bezug auf ihre Anlegeranalysen und Portfolioangebote.

Diversifikator ist deshalb kein typischer Robo-Advisor: Anleger können anonym bleiben, es wird kein angeblich für sie optimales Portfolio ermittelt, sondern sie können aus mehreren sehr unterschiedlichen Portfolios auswählen. Portfolios von Diversifikator können zudem bei jeder beliebigen Depotbank umgesetzt und auch in Bestandsdepots integriert werden.

Seit Anfang 2017 bietet Diversifikator nicht nur ETF- sondern auch Einzelaktienportfolios an. Diversifikator bietet zudem Portfolios an, die es woanders, also auch offline, nicht gibt. Diversifikators verantwortungsvolles ESG Angebot ist inzwischen wahrscheinlich eines der breitesten weltweit.

## **Conscious Fintech: Die Wealthtech, Advisortech und Advicetech Schubladen**

Nach den Robo-Advisors wurde der etwas breitere Begriff der Wealthtechs auch bei deutschen Finanzprofis bekannter. Wealthtechs sind Technik- bzw. Onlineanbieter von Vermögensverwaltungsservices. In den USA gibt es mehrere Wealthtech-Unterkategorien, z.B. Advisortech für auf Anlageberater fokussierte Anbieter und Advicetech für solche, die Endkunden im Fokus haben.

Externe sehen Diversifikator durchaus als ein Wealthtechunternehmen an. So haben wir sogar in 2019 und 2020 Auszeichnungen als eines der 100 innovativsten Wealthtechs der Welt bekommen.

Andererseits stehen für Diversifikator die Geldanlageportfolios eindeutig im Vordergrund. Die Technik wird nur bei Nutzung der Diversifikatorportfolios verkauft. Damit passt Wealthtech zwar etwas besser als Robo-Advisor, aber die Kategorie ist nicht ideal.

## **Die Concious Fintech Schublade oder die Green Fintech Schublade**

Aus Marketinggründen wäre es schlau, sich in die aktuell zunehmend interessante Kategorie der Green bzw. Conscious Fintechs einzuordnen. Unter Green bzw. Conscious Fintechs

verstehe ich die Nutzung von Finanztechnologie zur Förderung von (ökologischer) Nachhaltigkeit.

Das macht Diversifikator grundsätzlich auch. Da die Technik bei Diversifikator aber nicht im Vordergrund steht und nicht separat vermarktet wird, ist auch diese Zuordnung nicht ideal.

### **Conscious Model Portfolios: Eine neue Kategorie?**

Diversifikator war und ist in erster Linie ein Modellportfolioanbieter. Die Portfolios werden on- und offline angeboten. Der Fokus liegt klar bei ESG und SDG, also nachhaltigen bzw. verantwortungsvollen Portfolios.

In den USA und Großbritannien sind Modellportfolios ein großer und stark wachsender Markt, denn Anbieter können gut an Modellportfolios verdienen (vgl. [Anlageberater, Robo Advisors oder Modellportfolios: Wer wird gewinnen? – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

In Deutschland gibt es diesen Markt aber nicht und viele interessieren sich allenfalls für kostenlose Modell- bzw. Musterportfolios. Deshalb ist eine Klassifizierung als Anbieter von Modellportfolios nicht attraktiv.

Allerdings wird es meines Erachtens künftig zunehmend Online-Modellportfoliomarktplätze geben. Auf diesen Marktplätzen werden Portfolios von unterschiedlichen professionellen Anbietern zugänglich sein. Die Marktplätze werden das Kunden-Onboarding übernehmen und automatisierte Investments anbieten.

United Signals war ein deutscher Anbieter eines professionellen Modellportfolio -Marktplatzes, ist aber mit diesem Angebot nicht mehr öffentlich aktiv. Inzwischen bieten Depotbanken wie die BNP (DAB) und V-Bank solche Marktplätze an. Sie werden aber offenbar noch kaum genutzt.

Vielleicht passt für Diversifikator die (noch) nicht existierende Kategorie eines Conscious Model Portfolio Anbieters bzw. eines Anbieters verantwortungsvoller Modellportfolios am besten. Das ist aber sehr sperrig und nur schwer zu vermarkten.

### **ESG SDG: SEHR KONSEQUENTE AKTIENPORTFOLIOS (2-2021)**

ESG SDG: Bisher gibt es meist entweder Impact- oder ESG-Investments. Jetzt kann man eine konsequente Kombination von Impact + ESG zusammen kaufen. Zunächst die Begriffserklärung: Man kann zwischen drei Arten von Geldanlagen unterscheiden: Erstens traditionelle, primär gewinnorientierte Investments, zweitens solche, die neben Gewinnzielen auch Environmental, Social und Governance (ESG) Ziele verfolgen, und drittens Investments ohne primäre Gewinnziele, die möglichst viel positiven Impact erreichen wollen. Letztere sind oft an den Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen ausgerichtet. Meine SDG ESG Kombinationen passen in keine dieser Schubladen:

## **Impactinvestments: Oft nicht liquide**

Vor allem Eigenkapital und Kredite für soziale und grüne Startups bzw. Projekte werden oft als Impact oder Mission Investments bezeichnet. Das sind Investments, die einen positiven sozialen oder ökologischen Beitrag liefern sollen. Viele der so finanzierten Projekte bzw. Unternehmen werden ökonomisch nicht erfolgreich. Selbst bei erfolgreichen Projekten kann oft viel Zeit bis zu den ersten nennenswerten Kapitalrückflüssen an Anleger vergehen, da meist viel Aufwand für Aufklärung/Marketing betrieben werden muss (s.a. [Karen Wendt, Positive Impact Investments](#), Arbeitspapier, 11.12.2017, S. 7). Ausserdem sind solche Investments nicht liquide, d.h. man kann nicht jederzeit an sein Geld heran.

Börsennotierte Aktien und Anleihen sind dagegen grundsätzlich jederzeit zu verkaufen. Es gibt zum Beispiel einige liquide Mikrofinanzfonds, die allerdings meist nur geringe Renditepotenziale haben. Seit Kurzem gibt es auch Impactfonds, die sich oft an den Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen orientieren. Diese Fonds haben aber meist keine oder nur geringe ESG Anforderungen an ihre Wertpapiere.

## **Probleme vieler ESG-Ansätze und der PureESG Ansatz**

Die meisten ESG Angebote am Markt nutzen vor allem ökonomische Kriterien für die Wertpapierselektion und zusätzlich meist nur wenige und/oder wenig strenge Ausschlüsse. Außerdem orientieren sie sich oft an traditionellen Indizes und versuchen deshalb, ähnliche Branchen- und Länderallokation zu haben. Das führt dazu, dass Unternehmen aus wenig nachhaltigen Branchen mit den branchenbezogen relativ besten ESG-Ratings (best-in-Class) in Portfolios aufgenommen werden. Anleger möchten aber eher die branchenunabhängig nachhaltigsten Wertpapiere in ihren Portfolios haben (Best-in-Universe). Außerdem nutzen viele Fonds aggregierte ESG Ratings. Das kann dazu führen, dass eine gute Unternehmensgovernance ein schlechtes soziales oder ökologisches Rating kompensieren kann.

Mein Unternehmen Diversifikator hat für seine ESG-Angebote die gleichen Gewinnziele wie für die traditionellen Angebote. Wir nennen die ESG Investments von Diversifikator sogar PureESG, weil die Wertpapierselektion (fast) nur anhand von ESG-Kriterien erfolgt und ökonomische Kriterien – bis auf maximale Verluste – keine Rolle spielen. Wir nutzen zudem separate E, S und G-Ratings und für alle Unternehmen gelten dieselben Mindestvoraussetzungen, um in die Portfolios aufgenommen zu werden (Best-in Universe).

## **ESG SDG: SDG als Basis**

Für die Impact + ESG Portfolios von Diversifikator werden alle Aktiengesellschaften berücksichtigt, die einerseits den strengen ESG Kriterien entsprechen und andererseits auch einen positiven sozialen oder ökologischen Impact liefern können. Basis für die Impact Investments sind bei Diversifikator die 17 United Nations Sustainable Development Goals (SDG): No poverty, zero hunger, good health and well-being, quality education, gender equality, clean water and sanitation, affordable and clean energy, decent work and economic growth, industry, innovation and infrastructure, reduced inequalities, sustainable cities and communities, responsible consumption and production, climate action, life below water, life on

land, peace, justice and strong institutions und partnerships for the goals.

Die SDG sind nicht als Basis für Geldanlagen gedacht gewesen. Aber mit ihrer Hilfe kann man Branchen bzw. Aktienmarktsegmente identifizieren, die für Impact Investments geeignet sein könnten. Dazu kann man sich zum Beispiel an der detaillierten [Impact Investing Market Map](#) der United Nations Principles for Responsible Investment vom August 2018 orientieren. Dieser Report führt insgesamt zehn relevante Marktsegmente auf: Energieeffizienz, grüne Gebäude, erneuerbare Energien, nachhaltige Land- und Forstwirtschaft, Wasser, bezahlbares Wohnen, Erziehung, Gesundheit, inklusive Finanzen. Zusätzlich nutzen wir auch die relativ neue [Sustainable Development Investments Asset Owners Platform](#) für die Identifikation interessanter Anlagesegmente.

Im Idealfall haben Impact Investments das Ziel, „Bedürftige“ zu unterstützen. Dabei sollten Services/Produkte angeboten werden, die von diesen bezahlbar sind. Zusätzlich sollen Services/Produkte angeboten werden, die „der Markt“ normalerweise nicht anbietet. Liquide (also meist große) börsennotierte Unternehmen sind jedoch „normale“ Kapitalmarktteilnehmer. Deshalb ist eine Selektion solcher Unternehmen für ein Impact bzw. SDG Portfolio nicht ideal.

Einige der 17 Ziele könnten durch gute Erfüllung von ESG Kriterien (z.B. gender equality, decent work and economic growth, innovation, responsible production) gefördert werden. Für andere SDG-Ziele wie „strong institutions“ gibt es gar keine passenden börsennotierten Aktiengesellschaften.

### **SDG: Fokus auf Gesundheit, erneuerbare Energien und mehr**

SDG Reportings von Unternehmen und dementsprechend auch von bzw. externen Datenanbietern (vgl. [hier](#)) sind sehr lückenhaft. Meist werden allenfalls geringe SDG-kompatible Umsätze oder Investitionen gemeldet. Deshalb können solche SDG-Reportings kaum für die Bildung konsequenter Impactportfolios genutzt werden. Auch SDG-Ratings, die zusätzlich auf externe Daten zugreifen, sind nicht besonders hilfreich, weil sie oft nur ESG-Ratingbestandteile nutzen und etwas anders aggregieren.

Wir haben deshalb ein anderes Vorgehen gewählt. Zunächst haben wir die besten Aktien anhand der oben genannten ESG Kriterien identifiziert (Details siehe [Das Diversifikator Buch](#) u.a. Kapitel 3.3.). Dabei haben wir uns auf die Länder beschränkt, die zu den 50% mit der besten Rechtssicherheit gehören. Insgesamt waren das in den letzten Jahren 400 bis 500 Aktien weltweit. Aus dieser Liste haben wir Unternehmen aus Branchen identifiziert, die uns am ehesten mit den 17 UN SDG Zielen im Einklang zu stehen scheinen (vgl. auch [SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)):

- Gesundheitsförderung: Gesundheitswesen
- Umweltförderung, speziell erneuerbare Energieproduktion und relevante (elektrische) Infrastruktur, (monopolartige) öffentliche Transportangebote, v.a. Schienenverkehr (nicht jedoch private Fluggesellschaften), Forstwirtschaft, Wasserver- und -entsorger und

## Recyclingunternehmen

- Sonstige wie Telekommunikations-Infrastruktur (ab Ende 2019) und IT-Infrastruktur (ab Ende 2020), Wohnimmobilienunternehmen etc.

Dabei sind die Gründe für die Ergänzung um Telekommunikations- und IT-Infrastruktur, dass diese zu Kommunikationsverbesserungen führen, kollaborative und Heimarbeit fördern, Arbeitsbedingungen verbessern und Transportkosten verringern können. Privatwirtschaftliche Telekommunikationsdienstleister ohne Infrastrukturanbieter werden aber ausgeklammert, weil viele von ihnen nicht nötig sind, um Telekommunikation zu ermöglichen.

Durch dieses Vorgehen werden nur Aktien selektiert, die ganz überwiegend Umsätze in den genannten Marktsegmenten haben. Dabei ist allerdings nicht sicher, dass alle Unternehmen der aufgeführten Branchen mit guten ESG-Bewertungen auch einen nennenswerten positiven Impact bzw. Additionalität im Sinne der Prinzipien der Vereinten Nationen bringen.

### **ESG SDG: Externe Anforderungen werden weitestgehend erfüllt**

Die Global Impact Investing Initiative (GIIN) fordert für Impact-Investments: Intentionalität, Evidence, Impact Performancemessung und -management sowie transparente Beiträge zum Wachstum von Impactinvestments.

Intentionalität ist mit unserem Ansatz aus unserer Sicht vorhanden (vgl. [Conscious Fintech? 5 Jahre Diversifikator – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)). Mit der Evidence ist es schwieriger. Dazu muss man erst mal festlegen, wie Impact und seine Verbesserung gemessen werden. Da wir sowieso nur in die Aktien mit dem meisten Impact investieren wollen, sind Verbesserungen nur schwierig machbar. Wir halten einen solchen Ansatz für viel besser als in Aktien mit wenig Impact zu investieren, nur um im Anschluss eine Verbesserung vorweisen zu können. Konsequenterweise müsste ein solcher Ansatz Aktien mit viel Impact wieder verkaufen, um mit den Erlösen in Aktien mit wenig Impact und viel Nachholbedarf zu investieren.

Wir propagieren damit einen relativen Impactansatz: Wenn man in Aktien und Anleihen investiert, dann sollt man das so verantwortungsvoll wie möglich machen (vgl. [Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

Durch die vollständige Regelbasierte, Transparenz und Publikation unseres Ansatzes entsprechen wir auch dem vierten GIIN Ziel der Transparenz.

### **ESG SDG: Investierbarer Indexansatz seit 2017**

Mit dem Healthcare-ESG Index von Diversifikator wird der Bereich Gesundheitsförderung bereits seit 2017 abgedeckt. Anfang 2018 kam der Öko ESG-Index mit den oben unter Umweltförderung genannten Branchen hinzu. Dieser wurde aber Ende 2020 eingestellt, weil zum wiederholten Mal nicht genug Aktien für einen solchen strengen ESG-Index verfügbar

waren.

Der seit Anfang 2018 berechnete SDG ESG Index vereint grundsätzlich den Gesundheits-, den Öko- und ab Ende 2020 auch einige Elemente des Infrastrukturindex (sofern diese nicht auf Straßeninfrastruktur- oder Fluginfrastruktur fokussiert sind). Hinzu kommen Unternehmen mit Fokus auf IT-Infrastruktur und auf Förderung des Wohnungsbaus.

2021 setzt sich der SDG Index aus insgesamt 59 Unternehmen aus fast 30.000 untersuchten Aktien zusammen. Die 59 Unternehmen kommen vor allem aus dem Gesundheitswesen aber auch aus den Bereichen erneuerbare Energien und Infrastruktur.

Die aus dem SDG Index abgeleiteten SDG Portfolios beinhalten 30 Aktien. Das sind die jeweils 30 besten nach Governanceratings bzw. Dividendenstärke.

Alle Aktien in den Indizes und Portfolios werden zu Jahresbeginn gleich gewichtet. Wie bei allen ESG Indizes von Diversifikator werden jeweils am Jahresende die Regeln überprüft und neu angewendet und die Portfoliobestandteile auf das Ausgangsgleichgewicht rebalanziert.

### **ESG SDG: Trotz Konzentration Performance wie traditionelle globale Aktien-ETFs**

Das Global Equities ESG SDG und das Global Equities ESG SDG Income Portfolio werden seit Anfang 2021 auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) veröffentlicht (vgl. [Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

Das Ende 2019 gestartet Dividendenorientierte Impact + ESG Portfolio hat in 2020 mit -8,9% keine gute Rendite gehabt. Allerdings hatten viele dividendenorientierte Portfolios 2020 keine gute Performance.

Das Global Equities ESG SDG Portfolio hat dagegen +4% in 2020 erreicht. Seit Auflage 2018 hat es sogar etwas besser als ein breiter Weltaktien-ETF performt. Der strenge ESG Ansatz und der enge Branchenfokus haben also nicht geschadet.

### **ESG SDG: 2021 schon 3 Portfolios**

2019 wurden Aktien aus dem Impactindex zudem mit Anleihen der selektierten Unternehmen und Anleihen von Entwicklungsbanken zu einem gemischten Portfolio für eine Privatbank kombiniert (vgl. [Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

Zwei der Impact + ESG Portfolios sind seit Anfang 2020 bei der Deutschen Wertpapiertreuhand GmbH erhältlich. Diese enthalten grundsätzlich die gleichen Aktien wie der Impact ESG Index, sofern dem nicht Umsetzungsbeschränkungen bei der jeweiligen Depotbank entgegenstehen. Das ist zum Beispiel für Titel aus bestimmten Ländern wie Malaysia oder Thailand der Fall.

Zusätzlich zu den bereits seit mehreren Jahren bestehenden fünf ESG Aktienportfolios für

globale, deutsche, Infrastruktur- und Immobilienaktien werden seit Anfang 2021 drei weitere Portfolios öffentlich auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) angeboten.

Darunter ist neben dem ESG + Impact Dividendenportfolio auch ein Trendfolgeportfolio. Für die Signalgenerierung wird der 40 Tagedurchschnitt eines Weltaktien ETFs genutzt. Wenn das Kauf- oder Verkaufssignal am Folgetag bestätigt wird, werden alle Aktien im Portfolio ge- oder verkauft.

In Bezug auf die Impactregeln hat sich seit 2017 nur wenig geändert. Aus den knapp 500 Aktien, die unsere harten ESG Anforderungen erfüllen, werden top-down diejenigen selektiert, die überwiegend Aktivitäten verfolgen, die mit den 17 nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen kompatibel sind.

### **ESG SDG: 30 aus 500 und Portfoliodetails**

Für das ESG + Impact Portfolio werden die Top 30 Unternehmen nach Governancerang selektiert. Das Global Equities ESG SDG Portfolio enthält, ebenso wie das Trendfolgeportfolio, ab Ende 2020 30 Titel, davon 7 aus den USA, 3 aus Deutschland aber keinen aus der Schweiz. 12 der Unternehmen sind in teilweise recht unterschiedlichen Gesundheitssegmenten aktiv. Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betragen etwa 27 und 9 Milliarden Euro. Die größten Portfoliounternehmen nach Marktkapitalisierung sind United Health Group, Cisco, Anthem und Humana aus den USA. Mit weniger als 1,5 Milliarden Euro gehören zu geringsten kapitalisierten Unternehmen Adva Optical Networking aus Deutschland, Emis Group aus UK und Netcare aus Südafrika.

Für das ESG + Impact Incomeportfolio wurde nicht nur wie bisher die Dividendenhöhe der letzten drei Jahre berücksichtigt, sondern auch, ob Dividenden ausgesetzt wurden. Das heißt, dass – unabhängig von der Dividendenhöhe – keine Unternehmen aufgenommen wurden, die ihre Zahlungen zeitweise ganz ausgesetzt hatten. Der Grund dafür ist, dass eine aktuelle Untersuchung gezeigt hat, dass sich das komplette Aussetzen von Dividendenzahlungen besonders nachteilig auswirken kann (vgl. [Pettenuzzo et al. 2020](#)).

Das Global Equities ESG SDG Income Portfolio enthält ebenfalls 30 Titel, davon 4 aus den USA und 3 aus Deutschland aber keinen aus der Schweiz. 10 sind aus unterschiedlichen Gesundheitssegmenten. Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betragen etwa 25 und 9 Milliarden Euro.

### **ESG SDG: Noch kein ETF Portfolio möglich**

Diversifikator bietet damit zwei Impact Portfoliokonzepte an: Eines basierend auf ETFs, und eines basierend auf Aktien. Das Impact ETF-Portfolio muss auf vorhandene ETFs zurückgreifen und daher erheblich mehr Kompromisse eingehen als das Impact ESG Aktienportfolio.

Für die fondsbasierte Vermögensverwaltung dürfen nur zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland zugelassene Fonds genutzt werden. Wir möchten dafür möglichst günstige Fonds



nutzen, also vorzugsweise ETFs. Es ist naheliegend, für ein Impact ETF-Portfolio nur Impact-ETFs zu selektieren. Solche ETFs werden aber noch nicht öffentlich angeboten. Es gibt sogar nur wenige bekannte Impact-Indizes, auf die sich solche ETFs beziehen könnten. Und die Impact-Indizes, die es gibt, sind uns nicht konsequent genug.

So nehmen die Impact-Indizes von MSCI solche Unternehmen auf, die mindestens 50% ihres Umsatzes mit den folgenden Themen machen: Basic Needs, Empowerment, Climate Change, Natural Capital und Governance (siehe [hier](#)). Selbst wenn man annimmt, dass die genannten Segmente voll im Einklang mit den SDG stehen, können so bis zur Hälfte des Umsatzes der Indexbestandteile mit einem nicht-SDG-Fokus gemacht werden können. Insbesondere ist dabei unklar, ob dieser nicht-kompatible Umsatz sogar schädlich im Sinne der SDG sein könnte, z.B. wenn er mit zu viel CO<sub>2</sub>-Produktion verbunden wäre.

Ein Beispiel ist Johnson Matthey, die stark im Bereich der Metallrohstoffe und traditioneller Energie tätig sind. Auch Procter und Gamble gehören zu den Top 10 Positionen in Impactindex von MSCI (siehe [hier](#)). Das ist „verantwortungsvollen“ Anlegern nur schwer zu erklären.

Die meisten der von uns genutzten und mit den SDG kompatiblen Themen ETFs achten bei ihrer Titelsektion nicht auf gute ESG-Werte. Und wenn ESG beachtet wird, sind die Anforderungen relativ gering. Es ist deshalb auch kein Impact + ESG Ansatz.

Wir sind trotzdem überzeugt, dass auch unser ETF-Ansatz attraktiver ist als viele andere liquide Impactinvestments (vgl. [Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#) und [SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)).

## VERANTWORTUNGSVOLLE GELDANLAGE KANN EINFACH, GÜNSTIG UND GUT SEIN (11-2017)

Oft wird angenommen, dass man bei sogenannten „guten“ Anlagen auf Rendite verzichten muss. Das stimmt aber nicht. Meistens bringen verantwortungsvolle Anlagen genauso gute Renditen ein wie andere Anlagen, wie viele wissenschaftliche Untersuchungen zeigen (siehe z.B. Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31).

### **Viele Bezeichnungen**

Aber was sind verantwortungsvolle Anlagen? Verantwortungsvolle Anlagen werden auch als ESG-Anlagen bezeichnet. Dabei stehen die drei Buchstaben für Ecology/Ökologie, Social/Soziales und Governance/Unternehmensführung. Zusätzlich gibt es die Begriffe nachhaltige oder sustainable Investments, die sich beide meist eher auf die ökologische Dimension beziehen, und Socially Responsible Investments (SRI), die den sozialen Aspekt hervorheben. Manchmal wird auch von ethisch oder religiös basierten Investments gesprochen, wie sie z.B. von Kirchenbanken angeboten werden. Relativ neu sind sogenannte Impact Investitionen. Dabei werden Geldanlagen favorisiert, die positive Auswirkungen vor allem auf

die Faktoren E und S haben sollten, z.B. Investitionen in erneuerbare Energien oder kostengünstige Bildung.

### **Einfache Klassifikationsmöglichkeit**

Für Investmentprofis sind verantwortungsvolle Anlagen typischerweise solche, die möglichst wenig negative Auswirkungen auf Umwelt, Kunden, Mitarbeiter, Lieferanten, Investoren und Nachbarn bzw. Kommunen bzw. die Gesellschaft im Allgemeinen haben. So werden Waffenhersteller von vielen Anlegern ausgeschlossen. Im strengeren Sinn sind verantwortungsvolle Anlagen sogar positiv für einen oder mehrere der E,S oder G Dimensionen.

### **Aktive Fondsmanager und benchmarkorientierte Anleger sind skeptisch**

Geldanlageverwalter sind oft negativ in Bezug auf ESG eingestellt, weil sie ihre Freiheit bei der Geldanlage nicht beschränken wollen. Bei weniger Anlagemöglichkeiten erwarten sie geringere Renditen für ihre Anleger oder höhere Risiken. Traditionelle Vermögensverwalter und Banken haben daher oft keine ESG-Anlagen im Angebot<sup>142</sup>. Wissenschaftlich ist das nicht unbedingt nachvollziehbar. Es gibt zum Beispiel zahlreiche Untersuchungen die zeigen, dass schon relativ wenige Aktien genügen, um eine ausreichend breite Streuung der Kapitalanlagen zu erreichen.

Großanleger wie Versicherungen und andere Altersvorsorgeeinrichtungen haben ein anderes Problem mit verantwortungsvollen Anlagen. Ihre Anlageziele werden in Relation zu traditionellen Indizes festgelegt. So kann es heißen, dass für ihre Aktienanlagen eine ähnliche Performance wie für einen bekannten Weltaktienindex erreicht werden soll. Ein verantwortungsvolles Portfolio weicht aber sicher vom Weltaktienindex ab, weil einige der dort enthaltenen Branchen bzw. Unternehmen ausgeschlossen werden. Solche an traditionellen Indizes orientierte Kapitalanleger legen daher nicht gern verantwortungsvoll an, weil sie damit sicher Abweichungen zum Index haben, einen sogenannten Tracking Error.

### **ESG-Investments werden trotzdem populärer**

Trotzdem nimmt die Nutzung von ESG Kriterien bei professionellen Anlegern zu. Diese setzen grundsätzlich gerne auf Unternehmen, die möglichst viel Soziales und für den Umweltschutz tun und auch sonst gut geführt werden, obwohl das zusätzliche Kosten verursachen kann. Solche Unternehmen haben aber tendenziell zufriedener Kunden und Mitarbeiter. Mit der Nutzung von ESG-Kriterien wollen Profianleger aber vor allem Risiken vermeiden, die mit Investments in schlechte ESG-Titel verbunden sind. Unternehmen, die bei ESG Kriterien schlecht abschneiden, haben unter anderem Reputations- bzw. Skandalrisiken und werden daher als riskanter als Unternehmen eingeschätzt, die ordentlich bei ESG Kriterien abschneiden. Profianleger befürchten neben Verlusten mit schlechten ESG Titeln auch, dass ihre eigene Reputation unter schlechten ESG-Investments leiden kann, wenn solche Investments öffentlich werden.

---

<sup>142</sup> <http://prof-soehnholz.com/warum-privatkunden-noch-nicht-aktiv-nach-esg-portfolios-fragen/>

Es gibt aber eine kleine Gruppe von Geldanlegern, die sogar bewusst in schlechte Unternehmen nach ESG Kriterien anlegen. Angeblich sollen solche Aktien von Sündenunternehmen wie Zigaretten- oder Alkoholherstellern oft besonders gut performen. Neue Untersuchungen zeigen aber, dass die Outperformance, sofern sie überhaupt vorhanden ist, nicht darauf zurückzuführen ist, dass es sich dabei um besonders unverantwortliche Unternehmen handelt, sondern auf andere Faktoren wie eine hohe Profitabilität (s. <https://www.robeco.com/en/insights/2017/09/research-reveals-why-sin-stocks-outperform.html>), die auch mit verantwortungsvollen Unternehmen erreicht werden kann.

## **Es gibt diversifizierte, liquide und günstige ESG-Anlagen**

Wenn man verantwortungsvoll anlegen möchte, ist zunächst die Art der Investments festzulegen. Investments in einzelne Projekte bzw. Aktien können sehr riskant sein. Man sollte daher auch verantwortungsvolle Anlagen streuen. Dazu bieten sich Fonds an, die mehrere Anlagen zusammenfassen.

Geschlossene Fonds waren lange Zeit die vorherrschende Form der Anlage. Sie haben den Nachteil, dass sie Anlagegelder meist für relativ lange Zeit binden. Außerdem sind sie oft nur relativ wenig gestreut und teuer.

Offene Fonds, die in liquide Wertpapiere investieren, können typischerweise täglich verkauft werden und sind oft viel günstiger als geschlossene Fonds. Das gilt aber nicht für alle offenen verantwortlichen Fonds. Wenn Ausgabeaufschläge erhoben werden und Kosten von über 3 Prozent pro Jahr anfallen ist es sehr schwer für Anleger, attraktive Renditen zu erwirtschaften.

Inzwischen gibt es aber auch ETFs, also passive, diversifizierte und günstige Fonds für verantwortungsvolle Geldanlagen. Dabei handelt es sich ganz überwiegend um Aktien-ETFs, die ebenso wie normale Aktienfonds erheblichen Schwankungen unterliegen können. Auch die relativ neuen sogenannten Green-Bonds, also Anleihen, die nur ökologisch gute Projekte finanzieren sollen, können schon als ETF gekauft werden. Allerdings können auch Unternehmen, die nicht durchgängig sehr verantwortungsvoll sind, Green Bonds begeben. Die Anleihen sind daher nicht unumstritten.

Generell haben aktive Fondsmanager es schwer, passive ETFs zu schlagen. Es scheint so, als wenn auch aktive ESG-Fonds Schwierigkeiten haben, besser als passive ESG ETFs zu rentieren.

## **Neue diversifizierte Multi-ETF und Speziallösungen**

Meine Firma Diversifikator hat Anfang 2016 als meines Wissens erster Anbieter ein Multi-ETF Portfolio gestartet, daß neben verantwortungsvollen Aktien-ETFs auch einen verantwortungsvollen Unternehmensanleihe-ETF umfasst. Zusätzlich gibt es ein Islamic-ETF Portfolio. Seit Anfang 2017 wird das ESG ETF-Portfolio auch mit Trendfolge-Risikosteuerung angeboten. Zur Risikoreduktion wird eine Beimischung von verantwortungsvollen Tages- bzw. kurzfristigem Termingeld empfohlen, das z.B. von Banken wie Triodos oder der GLS angeboten wird.

## **Bei spezialisierten Anlagen sind vor allem ESG-Dimensionen und Ausschlüsse zu beachten**

Für Anleger in spezialisierte verantwortungsvolle Produkte ist vor allem wichtig zu beachten, ob alle oder nur einige E, S und G Dimensionen bei der Produktstrukturierung berücksichtigt werden.

In Deutschland sind zum Beispiel Investitionen in erneuerbare Energien sehr populär, die allerdings manchmal nur die Dimension „E“ befriedigend abdecken.

ESG Investment bauen typischerweise auf ESG-Analysen auf. Dabei werden teilweise über einhundert E, S und G Faktoren pro Unternehmen bzw. Projekt erfasst. Unterschiedliche ESG-Analysten bzw. ESG-Agenturen fassen diese Daten zu sogenannten ESG-Urteilen bzw. Ratings zusammen. Diese können konzeptionell recht unterschiedlich sein. Erste Untersuchungen zeigen aber, dass sich die besten und schlechtesten Unternehmen bei unterschiedlichen ESG-Analysten typischerweise kaum voneinander unterscheiden. Die Auswahl des ESG-Daten- bzw. Ratinganbieters ist daher offenbar nicht so wichtig.

ESG-Produkte unterscheiden sich eher nach dem Umfang von Ausschlüssen. Bei dem Indexanbieter MSCI zum Beispiel werden Unternehmen mit nennenswerten Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Atomenergie, Erwachsenenunterhaltung, genetisch veränderten Organismen (GMO), Glücksspiel, Tabak und Waffen ausgeschlossen.

Meine Firma Diversifikator schließt bei den direkten Aktienportfolios zusätzlich Unternehmen mit Haupttätigkeit im Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft, mit Tierversuchen und, vor allem um Kinderarbeit zu vermeiden, auch Aktien aus Ländern aus, die nicht zu den am stärksten entwickelten gehören.

Ähnlich wie bei den wissenschaftlichen Untersuchungen generell festgestellt, ist die Performance der meisten dieser Portfolios sehr gut.

## **ESG-Individualisierung jetzt auch für Privatkunden**

Diversifikator bietet bald und meines Wissens als erster Portfolioanbieter auch zahlreiche individualisierbare passive ESG Portfolios aus Einzelaktien an. Das ist deshalb besonders wichtig, weil ESG- und selbst Impact-Indizes bzw. Portfolios Unternehmen enthalten können, die nicht unstrittig sind.

So enthält der MSCI Welt SRI Index Ende Oktober 2017 unter anderem die folgenden Top-Positionen:

MICROSOFT CORP  
PROCTER & GAMBLE CO  
INTEL CORP  
CISCO SYSTEMS  
ROCHE HOLDING GENUSS

DISNEY (WALT)  
MCDONALD'S CORP  
TOTAL  
NVIDIA  
SAP

Microsoft wird auch als „Datenkrake“ bezeichnet, Procter & Gamble bietet nicht nur umweltfreundliche Produkte an und Roche Pharma ist auch nicht jedermanns Sache.

Kritik kann man sicher auch einigen der Top 10 Investments im MSCI Welt Impact üben:

JOHNSON MATTHEY  
ABBVIE  
UMICORE  
SCHNEIDER ELECTRIC  
SEKISUI HOUSE  
GILEAD SCIENCES  
EAST JAPAN RAILWAY CO  
VESTAS WIND SYSTEMS  
PEARSON  
PROCTER & GAMBLE CO

### **Fazit: Besser „gut“ investieren**

Bei verantwortungsvollen Anlagen gibt es keine objektiv richtigen Kriterien. Auch quantitativ findet man keine einzelnen signifikanten Kriterien, mit denen man besonders gute Performance erreichen kann<sup>143</sup>. Wenn man aber darauf achtet, dass die Wertpapiere nach E, S und G Kriterien nicht zu den schlechtesten gehören, kann man sogar attraktive Renditen bei vertretbaren Risiken erreichen. Und wenn mehr Geld nach ESG-Kriterien angelegt wird, werden Unternehmen hoffentlich dazu angeregt, sich zu verbessern und das ESG-Niveau steigt im Laufe der Zeit. So steht ESG für **E**infach **S**uper **G**ut.

## BEDROHT DIE EU (ESG) REGULIERUNG AKTIVES ASSETMANAGEMENT? (2-2018)

Ende Januar 2018 hat eine offiziell von der Europäische Kommission gebildete Expertengruppe ihre Ratschläge vorgelegt („EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance“ (HLG)). Sie sollte Ratschläge entwickeln, wie Geldflüsse in nachhaltige Investments gelenkt werden

---

<sup>143</sup> <http://prof-soehnholz.com/fonds-pri-academic-esg-responsible-investment-research-quantitativ>

können und was Finanzinstitutionen und Regulatoren unternehmen sollten, um das Finanzsystem von Nachhaltigkeitsrisiken zu schützen (S. 5 des Reports).

In dem Report wird Folgendes thematisiert:

1. Ein Klassifizierungssystem (Taxonomy) um Klarheit zu schaffen, was Nachhaltigkeit bedeutet
2. Anlegerpflichten in Bezug auf die Erreichung eines nachhaltigeren Finanzsystems
3. Die Transparenz von Finanzinstitutionen und Unternehmen in Bezug auf die Nachhaltigkeit ihrer Entscheidungen zu erhöhen
4. Ein EU-weites "Label" für grüne Investmentfonds
5. Wie europäische Aufsichtsbehörden Nachhaltigkeit berücksichtigen sollen
6. Ein europäischer Standard für grüne Anleihen

Darüber will die Europäische Kommission in Kürze entscheiden (s. EU Pressenotiz vom 31.1.2018).

Konsequent umgesetzt könnten die Empfehlungen dazu führen, dass „aktives“ Assetmanagement eingeschränkt würde und Finanzierungen für Unternehmen aus kritischen Branchen bzw. mit schlechten ESG Ratings teurer würden. Der Report hat auch weitere Schwächen.

Die High Level Group (HLG) fordert, dass ESG Kriterien bei der Kapitalanlage berücksichtigt werden sollen. Sie sagt aber wenig dazu, wie das in der Praxis erfolgen soll.

### **Verlässliche ESG Ratings gibt es nur für liquide Aktien und Anleihen**

Für Aktien und Anleihen gibt es inzwischen zahlreiche „Sustainability Rating Agencies“. Diese liefern nach teils recht unterschiedlichen Methoden Ratings für inzwischen tausende von liquiden Aktien und Anleihen weltweit. Für Small-Caps, kleine Anleihen und vor allem alternative bzw. illiquide Investments gibt es jedoch kaum verlässliche ESG Ratings. Das wird im Report vernachlässigt. Vorgaben sollten sich daher zunächst auf liquide Aktien und Anleihen beziehen. Und bevor ein regulatorisch vorgegebener Standard gefordert wird sollte man fragen, ob nicht eine Selbstregulierung möglich ist.

Was eine Standardisierung Anlegern, der Umwelt oder Sozialsystemen bringt, ist ebenfalls unklar. Typische ESG Ratings haben über einhundert Unterkriterien. Soll vorgeschrieben werden, welche genau genutzt werden und wie sie gerichtet werden sollen? Auf welcher Basis soll diese Vorgabe erfolgen?

## **Eine zusätzliche Nutzung von ESG Kriterien bringt Anlegern relativ wenig**

Die Probleme der praktischen Umsetzung auch bei diesen Anlagen kann man anhand des folgenden Beispiels sehen:

Die Mehrheit der heute angebotenen Kapitalanlageprodukte sind „aktiv“. Das heißt, dass Produkthanbieter versuchen, passive Indizes zu schlagen. Dafür müssen sie von den Indizes abweichen. Um Indizes zu schlagen, wird oft auf angeblich bewährte Faktoren wie (relativ geringe) Unternehmensgröße, (relativ geringe) Unternehmensbewertung, Momentum oder „niedrige Volatilität“ gesetzt. Wenn Produkthanbieter gezwungen werden, zusätzlich ESG Kriterien zu berücksichtigen, werden sie ihre Anlagestrategien nicht komplett verändern wollen bzw. glaubwürdig verändern können.

Ein Anbieter und seine Kunden, die bisher auf die vier Faktoren „Small Cap“, „Value“, „Momentum“ und „Low Voll“ gesetzt haben, werden „ESG“ im besten Fall zu einem Fünftel berücksichtigen. Sehr viele Produkte nutzen aber noch mehr als diese Faktoren mit denen sie versuchen, Kapitalanleger für ihre Produkte zu begeistern. ***Der Anteil der ESG Kriterien wird daher eher erheblich unter 20% liegen und damit kaum Einfluß ausüben - weder auf die Performance von Anlegern noch auf die Wertpapieremittenten.***

Für die Wertpapierselektion werden typischerweise die ESG Kriterien einer Sustainability Rating Agentur genutzt. Diese Agenturen berücksichtigen meist über einhundert einzelne ESG Kriterien. Nehmen wir an, E, S und G werden gleich gewichtet, dann hat E einen Anteil von 33,3% an den ESG-Selektionskriterien. Jedes einzelnen der E-Subkriterien hat aber nur ca. 1% Gewicht an den ESG Kriterien, wenn auch die Subkriterien gleich gewichtet wären. Selbst bei 100% Auswirkung von ESG Kriterien auf die Titelselektion („pure ESG“), hat eine starke Veränderung bei einem der Kriterien kaum eine Auswirkung auf die Aktienselektion bzw. die Portfolioperformance. So kann man auch nicht erwarten, dass Unternehmen sich sehr anstrengen werden, um ihre ESG Scores zu verbessern.

Eine Regulierung, die nur die Nutzung von ESG Kriterien vorschreibt ohne deren Umfang/Einfluss zu definieren, würde kaum etwas bewirken. Und eine hoher Umfang/Bedeutung von ESG Kriterien wäre ein sehr starker Eingriff in die Assetmanagement-Branche und daher wohl kaum durchsetzbar.

## **Trotzdem gibt es keine gute Ausrede, ESG Kriterien nicht zu nutzen**

Die Ratingkomplexität hat aber auch Vorteile. Es dürfte für Anleger ziemlich egal sein, welche Art von ESG Rating bzw. welche Sustainability Rating Agentur genutzt wird, solange diese alle drei E, S und G Kriteriengruppen nutzt und die Kriteriengruppen mehr oder weniger gleich gewichtet. Ein „offizielles“ Klassifikationssystem wäre daher gut für die Transparenz, würde aber kaum zu besseren Anlageergebnissen führen.

Außerdem: Wenn es keine Performancenachteile durch die zusätzliche Nutzung von ESG Kriterien gibt, gibt es auch keine Ausreden, diese nicht zu nutzen. Man kann nämlich argumentieren, dass schon eine geringe Berücksichtigung von ESG Kriterien durch

Großanleger (bzw. viele Kleinanleger), dazu führt, dass Aktien- und Anleiheemittenten diese künftig stärker beachten würden. Das würde der Gesellschaft nutzen. Aber wie hoch sollte der Anteil der ESG Kriterien bei der Selektion von Wertpapieren sein? Das kann und wird man regulatorisch kaum vorgeben, darauf müssen Anleger schon selbst achten.

Etwas anders sieht es mit dem Thema ESG-Ausschlüsse aus.

### **Ausschlüsse kann man kontrovers diskutieren**

So kann man z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen. Für fast alle Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern jedoch auch Gegner finden: Braucht man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus? Sollen Waffenhersteller ausgeschlossen werden oder braucht man Waffen zur Verteidigung? Sind genetisch veränderte Organismen grundsätzlich schlecht oder können sie zum Beispiel dabei helfen, Hunger zu reduzieren? Sollen Tierversuche verboten werden oder sind sie wichtig für den medizinischen Fortschritt? Sollen Lotterien und Glückspielanbieter legal sein, weil sie viele Steuereinnahmen bringen? Sollen Kirchen gegen Alkohol im Portfolio sein, obwohl ihnen Weingüter und Bierbrauereien gehören? Soll Tabakkonsum aus steuerlichen Gründen oder weil eine frühe Sterblichkeit die Gesundheitskosten senkt, zugelassen werden? Einige (andere) Drogen sind z.B. in den Niederlanden und neuerdings auch in den USA aus nachvollziehbaren Gründen legal. Sollen die ausgeschlossen werden? Und muss man fossile Energien ausschließen, weil sie dem Klima schaden? Andererseits werden sehr viele Unternehmen und Privatpersonen noch lange auf fossile Energien angewiesen sein (dieser Abschnitt stammt aus dem Beitrag „[Verantwortliche \(ESG\) Portfolios brauchen keine Outperformance<sup>144</sup>](#)“).

### **Bei hohen ESG Anforderungen lieber gleich passiv „pure ESG“ investieren**

Wenn man viele Ausschlüsse nutzt, wird das Anlageuniversum reduziert. Wenn dann noch relativ hohe Anforderungen an die ESG Kriterien hinzukommen, die gleichzeitig erfüllt werden müssen, wird das Anlageuniversum noch weiter reduziert. Trotzdem können „pure ESG“ Portfolios auch unter Berücksichtigung strenger Ausschlußkriterien attraktive Renditen bringen, wie zahlreiche ESG bzw. SRI Indizes oder auch die Portfolios meiner Firma Diversifikator zeigen (Diversifikator verfolgt einen most-passive „pure ESG“ Ansatz, ähnlich wie ihn auch ESG-Indexanbieter nutzen. Vereinfacht gesagt, machen ESG Kriterien 100% der Selektionskriterien für Aktien aus).

Soll man aber deshalb so weit gehen Ansätze zu verbieten, die keine „pure ESG“ Strategie verfolgen? Das wäre sicherlich nicht durchsetzbar. Aber Anleger sollten diese Zusammenhänge kennen. Ob die (aktive) Assetmanagementbranche aber die richtige ist, um Anleger darüber aufzuklären, kann bezweifelt werden.

Auf der Basis dieser Überlegungen habe ich die folgenden Kommentare zu einzelnen Empfehlungen der HLG:

---

<sup>144</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>



## **Der Report empfiehlt t.w. weniger Transparenz, stattdessen ist aber mehr Aufklärung nötig**

„There is considerable evidence that individual investors would prefer long-term sustainability issues to be considered by their investment providers (S.20) und „Sustainability cannot develop in a context where investment is dominated by short-term considerations“ (S. 45). Dem stimme ich zu.

Daher wird empfohlen: „Companies lengthening reporting intervals to the extent possible and focusing more strongly on issues and metrics that are relevant to the long-term success of the business.“ (S. 47). Das widerspricht aber Transparenzanforderungen, davon halte ich daher gar nichts. Ich halte mehr von Aufklärung. So gibt es ziemlich viele Studien die zeigen, dass Short-Termism bzw. Trading sicher zu höheren Kosten führt aber eher selten zu besseren Anlageergebnissen. Das muss besser kommuniziert werden.

„Very few retail investors currently have the opportunity to invest according to these preferences“ (S. 27), weil so wenige entsprechende Produkte angeboten werden bzw. so wenig Werbung für ESG gemacht wird. Dem stimme ich zu: Mehr Angebote sind nötig. Die wird man aber kaum durch mehr Regulierung erreichen sondern eher durch mehr Aufklärung über die fehlenden Nachteile von (puren) ESG-Investments.

„Clarification that fiduciary duties of asset owners and asset managers includes integrating environmental, social and governance (ESG) considerations into decision making“ (S.21). Ein nur geringer Einfluß von ESG Kriterien bei der Kapitalanlage hat jedoch kaum Einfluß auf die Anlegerperformance bzw. ist eher Schönfärberei oder „Greenwashing“. Die Vorgabe einer starken Berücksichtigung von ESG Kriterien führt jedoch zu einer Gefährdung der (aktiven) Assetmanagementbranche. Auch hier ist m.E. mehr Aufklärung der Kapitalanleger einer (anderen) Regulierung vorzuziehen.

## **Berater sollen ihren Kunden noch mehr Fragen stellen als jetzt schon**

Darauf zielen die folgenden Empfehlungen, die ich für sinnvoll halte: „Require investment advisers to ask about, and then respond to, retail investors’ preferences about the sustainable impact of their investments, as a routine component of Financial advice“ (S. 28 , und ähnlich für Pension Funds, s. S. 74). Das kann effizient mit Hilfe elektronischer Befragungen erfolgen.

Und „The Commission should request all funds, destined for the retail market to disclose clear and understandable information on their sustainability impact, as well as information on the exercise of voting rights“ (S. 28).

## **Nicht Benchmarking, sondern Outperformanceannahmen und Kapitalgewichtungen sind problematisch**

Dem folgenden Punkt stimme ich jedoch nicht zu: „The current use of benchmarks is a key driver of short-termism in the market. Because portfolio managers’ performance is often assessed against a benchmark on an overly frequent basis, they can be punished for deviations

if these lead to lower short-term relative returns or a higher risk. This introduces not only a herding mentality but also a very short-term view on investments“ (S. 54).

Das Problem ist nicht die Nutzung von Benchmarks sondern die Annahme, dass man Benchmarks outperformen kann. Wenn man daran nicht glaubt, muss man auch nicht kurzfristig handeln sondern folgt den Benchmarks langfristig. Das hat dann Herdingprobleme, wenn Benchmarks kapitalgewichtet sind bzw. alle gleichartigen Benchmarks folgen. Auch hier ist daher Aufklärung nötig. So ist kaum bekannt, dass kapitalgewichtete Benchmarks laut zahlreicher Studien von anderen Gewichtungsarten, z.B. der Gleichgewichtung, trotz höherer Transaktionskosten outperformt werden (siehe z.B. Söhnholz, Dirk: Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6.2012). Und diese anderen Gewichtungsarten führen typischerweise nicht zu Herdenverhalten.

### **ESG muss nicht teuer sein**

Dass ESG Analyse zu aufwändig und teuer sind, ist heute - zumindest für liquide Aktien und Anleihen, die den größten Teil aller Anlegerportfolios ausmachen, keine gute Ausrede mehr (s. S. 75). Diese Daten und Analysen können heute auch mit Maschine Learning Tools zu relativ niedrigen Kosten erstellt werden, so dass sie über Robo-Advisors sogar schon kostengünstig von Retailanlegern genutzt werden können (siehe z.B. die von meiner Firma [Diversifikator](#)).

Das ESG-Research für Small Caps kann allerdings noch erheblich ausgebaut werden. Um die Kosten der Datenerhebung und -Auswertung in Grenzen zu halten ist dafür eine anerkannte ESG Taxonomie, wie sie von der HLG vorgeschlagen wird, sicher hilfreich. Ähnliches gilt für einen Standard für Green Bonds. Ein Standard für ESG Investmentfonds dürfte jedoch schwierig werden, denn auch dabei müsste der Anteil der ESG-Faktoren auf die Anlagerentscheidung im Vordergrund stehen und das wäre wohl schwierig durchzusetzen bzw. würde passive pure ESG ETF Anlagen stark bevorzugen.

### **Entlohnungssysteme nicht noch komplexer machen**

Die empfohlene Berücksichtigung von ESG Kriterien in den Entlohnungssystemen von Kapitalanlageanbietern (S. 73) ist ebenfalls kaum nachvollziehbar. Es gib schon heute so viele Vorgaben für diese Entlohnungssysteme, dass die zusätzliche Berücksichtigung von ESG Kriterien keine materielle Auswirkung auf die diese Systeme hätte.

### **Institutionelle Consultants sollten reguliert werden**

In dem Report wird auf die hohe Bedeutung von meist unregulierten institutionellen Consultants hingewiesen, die sich bisher wenig um ESG kümmern (S. 80/81).

„The generic advice, asset allocation and manager selection elements of the investment consultant market remain largely unregulated. Consultants do not systematically include ESG considerations within the information and generic investment recommendations that they provide to their institutional clients, regardless of the materiality of such risks or their clients’

interest in considering them. Investment consultants rarely raise such issues on the basis that they are not raised by their clients, yet clients often do not raise them because they are overly reliant on following the advice and agenda of the consultants“ (S. 81).

Problematisch ist, dass viele institutionelle Consultants vor allem an der Selektion von aktiven Assetmanagern verdienen bzw. t.w. selbst lukratives aktives Assetmanagement unter Bezeichnungen wie LDI, Fiduciary, Overlay-Management etc. betreiben. Außerdem hängen viele Consultants noch zu sehr an kapitalgewichteten Benchmarks obwohl ihnen klar sein müsste, dass das nicht die beste Art der Gewichtung ist.

Wenn ich auch sonst skeptisch bin in Bezug auf zusätzliche Regulierung, stimme ich dem Report an dieser Stelle zu bzw. würde noch über ihn hinausgehen: Consultants sollten reguliert werden und es sollte gefordert werden, dass diese Langfristperspektiven in den Vordergrund stellen müssen und daher auch ESG-Kriterien umfassend berücksichtigt werden müssen. Es könnte sogar gefordert werden, dass ESG Kriterien die wichtigsten Selektionskriterien für Wertpapiere sein sollten und nicht-Kapitalgewichtungen genutzt werden sollten, solange nicht gezeigt werden kann, dass andere Kriterien besser für Anleger sind (s. „Evidence based Investing Ansatz“, z.B. hier<sup>145</sup>).

### **Fazit: Aufklärung muss im Vordergrund stehen, nicht Verbote oder detaillierte Anlagevorschriften**

Insgesamt sollte zudem die unabhängige Kapitalanlageforschung gefördert werden. So fehlt meines Wissen zum Beispiel eine gute Studie zum Vergleich der Performanceauswirkungen der Nutzung unterschiedlicher ESG Ratings.

Konsequent umgesetzt müssten die HLG Empfehlungen bedeuten, dass nur noch Investments zugelassen werden, die strengen ESG Kriterien entsprechen. Das würde wohl ganz überwiegend zu ESG-Indexinvestments führen. Das wiederum würde den allergrößten Teil der (aktiven) Kapitalanlagebranche überflüssig machen und für „schlechte“ ESG-Unternehmen und Staaten zu höheren Finanzierungskosten führen. Dadurch würden Kapitalanlagen insgesamt aber billiger werden und eher Performancevor- als Nachteile für Anleger entstehen.

Fazit: Forschung und Aufklärung, Aufklärung, Aufklärung aber nicht nur durch die "aktive" Assetmanagementbranche sondern durch unabhängige Stellen wie Verbraucherzentralen. Dabei muss klargestellt werden, dass nur eine erhebliche Bedeutung von ESG Kriterien bei der Wertpapierselektion auch zu Änderungen bei den Wertpapieremittenten führen wird. Für die institutionelle Kapitalanlagen und Altersvorsorgegelder kann auch schon eine entsprechende Regulierung von institutionellen Consultants sehr viel weiterhelfen.

---

<sup>145</sup> <http://prof-soehnholz.com/evidence-based-investment-analysis-ebia-a-new-term-every-financial-analyst-and-investor-should-know/>

## WARUM PRIVATKUNDEN NICHT AKTIV NACH ESG-PORTFOLIOS FRAGEN (6-2017)

Die Mehrzahl der Portfolios meiner Firma Diversifikator folgen ESG-Kriterien (ESG steht für Environment, Social Governance). Bisher fragen Privatkunden aber nur sehr selten aktiv nach solchen Portfolios. Das liegt vor allem an der bisher geringen Zahl von Produktangeboten am Markt, an denen Vertriebler bzw. Kundenberater ordentlich verdienen können.

ESG ist kein neues Thema. Die ersten breiten ESG Indizes gibt es von MSCI und FTSE seit 2005. Ich selbst beschäftige mich seit 2007 mit dem Thema. In dem Jahr haben wir bei FERI begonnen, einen Sustainable Private Equity Dachfonds zu entwickeln.

Bei meinem vorherigen Arbeitgeber haben wir ESG Kriterien für drei Aktienfonds und einen Mischfonds genutzt. Vereinfacht zusammengefasst: Unsere und auch fremde quantitative Analysen haben ganz überwiegend vergleichbare Renditen und Risiken für ESG Selektionskriterien wie für andere Kriterien ergeben.

Portfoliomanager möchten aber Outperformance generieren und sich nicht durch die Anwendung von ESG Kriterien in der Wertpapierselektion beschränken lassen. Inzwischen werden zwar zunehmend ESG Kriterien von aktiven Assetmanagern genutzt, das liegt aber vor allem daran, dass institutionelle Anleger aktiv danach verlangen.

Privatkunden werden nur selten aktiv ESG Fonds angeboten. Es gibt nur wenige Fonds, die in nennenswerten Umfang Privatkundengelder eingesammelt haben. Diese Fonds sind aber vor allem ökologisch orientiert und berücksichtigen kaum soziale und Governance Aspekte. Sie scheinen auch nicht besonders gut abzuschneiden in Bezug auf Renditen und Risiken. In quantitativen Analysen zeigt sich denn auch oft, dass vor allem Governance Aspekte positive Auswirkungen auf Renditen und Risiken von Fonds haben können.

Der Outperformance-Anspruch wird aber überbewertet. Wenn man ESG-Portfolios zusammenstellen kann, die ebenso gut performen wie traditionelle Indizes, sollte man diese gut verkaufen können (s. [ESG-Portfolios brauchen keine Outperformance](#))<sup>146</sup>.

Daher könnten ESG-ETFs besonders erfolgreich sein. ESG-Indizes gibt es zwar schon seit mehr als 10 Jahren, bisher wird aber erst wenig Geld in Fonds bzw. ETFs angelegt, die solchen Indizes folgen. Das kann daran liegen, dass die ESG Kriterien institutioneller Anleger oft unterschiedlich voneinander sind und daher von Indizes nicht alle erfasst werden können. Daher setzen institutionelle Anleger eher auf ESG Spezialfonds, die individuell aufgesetzt und mehr oder weniger aktiv gemanagt werden können (siehe [ESG künftig Pflicht?](#))<sup>147</sup>.

---

<sup>146</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>

<sup>147</sup> <http://prof-soehnholz.com/esg-reponsible-investment-fonds-pflicht/>

Und Privatkunden ETFs zu verkaufen ist nicht sehr erfolgversprechend, wenn der ETF-Vertrieb so viel weniger lukrativ ist als das Angebot provisionsträchtigerer Kapitalanlagen.

Allerdings sollte es möglich sein, ESG ETF-Dachfonds anzubieten, bei denen der Vertrieb aus den Dachfonds bezahlt wird. Meines Wissens gibt es so etwas aber bisher noch nicht. So ist das Anfang 2016 von meiner Firma Diversifikator gestartete ESG ETF-Modellportfolio bisher vielleicht das einzige diversifizierte Angebot, welches Vermögensverwaltern, Vermittlern und Beratern Verdienstmöglichkeiten mit ESG-ETFs ermöglicht.

Da es so wenige ESG Angebote für Privatkunden gibt, kann es noch lange dauern, bis ESG-Portfolios auch bei Privatkunden bekannt werden und dann auch aktiv nachgefragt werden.

Selbst die inzwischen zahlreichen Medien, die ESG als Thema attraktiv finden, werden daran wohl nicht viel ändern können. Wenn man beobachtet, wie lange Medien schon ETFs propagieren und wie wenig diese Anlagen aktiv von deutschen Privatanlegern nachgefragt werden, kann es lange dauern, bis ESG-Portfolios in Deutschland attraktive Volumina einsammeln können.

Dabei ist Deutschland besonders aufgeschlossen für „grüne“ und soziale Themen und sollte viel Marktpotenzial haben (siehe [ESG müsste besonders in Deutschland boomen](#))<sup>148</sup>. Aber Anleger aus Ländern mit Provisionsverboten für aktive Fonds werden wohl wesentlich schneller und viel stärker als deutsche Anleger nicht nur in traditionelle sondern auch in ESG ETFs investieren.

## ESG-PARADOX: EINFACH ZU VERKAUFEN UND TROTZDEM NICHT ANGEBOTEN (10-2018)

Wenn man Anlegern einen verantwortungsvollen und einen traditionellen Fonds anbietet, wählen 81% den verantwortungsvollen Fonds, sagt Peter Tros von ING. Laut einer Studie sind etwa drei Viertel aller niederländischen Anleger bereit auf Rendite zu verzichten, wenn sie verantwortungsvolle Investments kaufen können (Quelle: Leen Preesman: Dutch investors prepared to forgo on returns to support ESG causes, Investments and pensions Europe, 11 Oct. 2018 ) Dabei bringen verantwortungsvolle Investments eher höhere als niedrigere Renditen (s. hier<sup>149</sup>).

### ESG-Paradox: 600 verantwortungsvolle Fonds ist nicht viel

Auf den ersten Blick sieht es so aus, als würden deutschen Anlegern sehr viele nachhaltige Angebote gemacht. So gibt es bereits über 600 Investmentfonds, die „explizit auf Nachhaltigkeitsaspekte abstellen“ und insgesamt knapp 159 Milliarden Euro verwalten (siehe Heino Reents: Regulatorik treibt nachhaltige Kapitalanlagen an, CapInside.com, 9.10.2018<sup>150</sup> mit Verweis auf eine Analyse der Ratingagentur Scope). Aber „in fast allen Nachbarländern ist der

<sup>148</sup> <http://prof-soehnholz.com/responsible-investments-esg-governance-reputation/>

<sup>149</sup> <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917>

<sup>150</sup> <https://capinside.com/contents/regulatorik-treibt-nachhaltige-kapitalanlagen-an>

Marktanteil nachhaltiger Anlagen deutlich höher als in Deutschland“ (siehe Ralf Breuer: Wie die deutschen Banken den Megatrend „Green Finance“ verschlafen“, finanz-szene.de vom 24.9.1018).

### **ESG-Paradox: Nur etwa 50 konsequente Angebote**

Das Problem ist, dass viele der Anbieter sogenannter verantwortungsvoller Fonds lax mit dem Verantwortungsbegriff umgehen (siehe Stephanie Mooij: Asset Managers' ESG strategy: Lifting the veil, Smith School of Enterprise and the Environment Working Paper 25th of November 2017<sup>151</sup>). So werden zwar einzelne Ausschlüsse genutzt und teilweise auch Environmental, Social und Governance (ESG) Kriterien, aber diese führen selten zu starken Abweichungen der Portfolios von vergleichbaren traditionellen Fonds oder Benchmarks. Der Verdacht, dass verantwortungsvolle Kriterien vor allem zur besseren Vermarktung genutzt werden, liegt nahe. Und das wird zurecht als sogenanntes Greenwashing kritisiert.

Das Angebot von Portfolios, bei denen ESG Kriterien den einzigen („PureESG,“) bzw. einen überwiegenden Einfluß auf die Wertpapierselektion haben, ist noch sehr klein. Am ehesten sind hier ESG- oder SRI-ETFs zu nennen (SRI: Socially Responsible Investments), für die in Deutschland bisher noch nicht einmal zehn Milliarden Euro eingesammelt wurden (siehe Scope nach Reents vom 9.10.2018).

### **ESG-Paradox: Enormes Potential mit wenigen Angeboten**

Dabei beeinflusst das Thema Nachhaltigkeit Konsumententscheidungen, steigert die Bereitschaft, höhere Preise zu zahlen, den Willen zu spenden und beeinflusst selbst die Wahl von Arbeitsplätze stark. Und das grundsätzliche Interesse attraktiver Kundengruppen an nachhaltigen Geldanlagen ist hoch: In Deutschland sind über 40% der vermögenden Anleger, die noch keine nachhaltigen Investments tätigen, sehr an solchen Anlagen interessiert (UBS: Return on values, Most sustainable investors expect better performance, bigger impact, 19.9.2018).

Wenn Anleger wüssten, dass nachhaltige Geldanlagen keine Performancenachteile haben, würden sie diese wohl sehr stark aktiv nachfragen.

### **ESG-Paradox: Warum gibt es so wenige konsequent verantwortungsvolle Geldanlageprodukte?**

Das geringe Angebot konsequenter ESG-Portfolios liegt meines Erachtens vor allem daran, dass etablierte Finanzdienstleister das verkaufen wollen, was sie schon immer verkauft haben. So müssen keine Produkte verändert werden, kein Vertrieb neu geschult werden und keine potentiellen Käufer mühsam informiert werden.

Neue Produkte werden nur angeboten, wenn sie Outperformance ermöglichen können. Da ESG Daten noch nicht sehr lange systematisch erhoben werden, sind quantitative „Beweise“ dafür jedoch nicht so einfach (zur Kritik an einem solchen Vorgehen siehe hier<sup>152</sup>). Das geht mit

<sup>151</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3123218](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3123218)

<sup>152</sup> <http://prof-soehnholz.com/finanzanalysten-und-produktanbieter-koennten-probleme-mit-evidence-based-investment-analysis-ebia-haben/>

anderen Faktoren viel besser. Daher gibt es viele neue Faktor- oder Smart-Beta Angebote (siehe auch hier<sup>153</sup>).

Das ist aber dumm. Es ist inzwischen allseits bekannt, dass aktive Manager passive Benchmark kaum schlagen können. Ausserdem ist ziemlich unstrittig, dass verantwortungsvolle Portfolios bzw. Indizes nicht schlechter sind als traditionelle (siehe auch Passive Outperformance von Indizes). Aus Anlegersicht spricht also alles dafür, (passive) verantwortungsvolle Portfolios zu kaufen.

Das wird sich auch irgendwann rumsprechen. Müssen Anbieter traditioneller aktiver Fonds dann zugeben: Das haben wir gewusst, aber wir wollten erst noch mal einfach möglichst viel Geld mit „unaufgeklärten“ Anlegern verdienen? Ohne Änderungen oder mit Greenwashing kann man als Anbieter ohne großen Aufwand ja sehr gut verdienen.

Und noch unverständlicher ist: Warum bieten nicht mehr der neuen Robo-Advisors konsequent verantwortungsvolle Portfolios an (siehe auch hier<sup>154</sup>)? Wahrscheinlich scheuen auch sie die aufwändige und damit potentiell teure Aufklärung von Anlegern. Schliesslich ist schon der Verkauf traditioneller ETFs erklärungsbedürftig, da die meisten traditionellen Banken diese entweder gar nicht oder allenfalls auf Nachfrage anbieten (siehe z.B. hier<sup>155</sup>).

### **Fehlende Regulierung als faule Ausrede?**

Fondsanbieter beschwerten sich fast nie über fehlende Regulierung. Im Gegenteil: Normalerweise wollen sie zusätzliche Regulierung verhindern. Bei verantwortungsvollen Anlagen ist das anders. Fondsanbieter bemängeln eine fehlende verlässliche Taxonomie (zu einem aktuellen Vorschlag siehe hier<sup>156</sup>) und beschwerten sich über die Uneinheitlichkeit von ESG-Ratings. Sie scheinen erst mal abwarten zu wollen, wann welche Regulierung kommt, bevor sie aktiv werden.

### **Mangelnde Standardisierung als Ausrede?**

Es gibt heute mehr als 150 Anbieter von verantwortungsvollen Daten, Ratings, Rankings und Indizes (siehe Douglas, Elyse; van Holt, Tracy; Whelan, Tensie: Responsible Investing: Guide to ESG data providers and relevant trends, Journal of Environmental investing No. 1, 2017. S. 3)<sup>157</sup>.

Alle arbeiten mit etwas anderen Kriterien. Am ehesten kann man diese Anbieter wohl in wertbasierte und quantitative Anbieter gruppieren, wobei die zweite Gruppe offenbar an Bedeutung zunimmt (siehe Eccles, Robert G; Strohle, Judith C.: Exploring Social Origins in the

---

<sup>153</sup> <http://prof-soehnholz.com/pureesg-ist-besser-als-smartesg/>

<sup>154</sup> <http://prof-soehnholz.com/ein- robo- advisor- mit- esg- fokus- und- ohne- us- vorbild/>

<sup>155</sup> <http://prof-soehnholz.com/harsche-banken- aber- auch- robo- advisor- kritik- der- eu/>

<sup>156</sup> <http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf>

<sup>157</sup> <https://cbey.yale.edu/sites/default/files/Responsible%20Investing%20-%20Guide%20to%20ESG%20Data%20Providers%20and%20Relevant%20Trends.pdf>

Construction of ESG Measures Working Paper, Saïd Business School, University of Oxford, 12.7.2018<sup>158</sup>).

Viele Studien zu ESG-Performance haben ergeben, dass ESG – unabhängig von der Beurteilungsmethode – tendenziell positiv für Anleger ist. Überhaupt verantwortungsvolle Portfolios anzubieten ist daher viel wichtiger als darauf zu warten, dass sich ein anerkannter Standard herausbildet.

### **Anleger sollten mehr konsequent verantwortungsvolle Angebote einfordern**

Sicher wäre es schön, Klarheit bei der Taxonomie und über ESG-Ratings zu haben. Aber darauf sollte man angesichts dieser Ergebnisse nicht warten, sondern Anleger sollten fordern, dass ihnen konsequente verantwortungsvolle Produktangebote gemacht werden.

Weitere interessante aktuelle „verantwortungsvolle“ Publikation: Renshaw, Anthony A., ESG's evolving performance: First, do no harm, Axioma publication, July 2018<sup>159</sup>

### **PASSIVKRITIK: PASSIV UND ESG SIND "GUT"! (11-2018)**

Passivkritik: Seit Friedrich Merz für den CDU-Vorsitz kandidiert, sind mehrere neue kritische Artikel über Blackrock - den größten Investmentfondsanbieter weltweit und mit iShares auch einer der Weltmarktführer passiver Geldanlagen - und passive Geldanlagen im Allgemeinen erschienen (z.B. Dennis Kremer: Die neue Macht der Fonds in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung vom 4.11., S. 35). Dabei werden passive Investments auch in Bezug auf ihre "Verantwortung" kritisiert (siehe [Christian Kirchner: Blackrock: Warum Machtmissbrauch nicht das Problem ist](#), in Capital, 2.11.2018). Auch viele sogenannte aktive Fondsmanager meinen, dass verantwortungsvolle Geldanlagen nur aktiv erfolgreich umgesetzt werden können.

Bei der Kritik werden manchmal einige Punkte vergessen oder nicht ausreichend gewürdigt:

### **Passivkritik: Was ist passiv? Die extern/intern und andere Fragen**

Zunächst stellt sich die Frage, was passive bzw. was aktive Kapitalanlage ausmacht. Man kann sich schnell darauf einigen, dass passive Anlagen regelbasiert sind. Interessant finde ich die Meinung eines Mitarbeiters eines großen Fondsanbieters, dass die Regeln von Externen gesetzt werden müssen, also z.B. von Indexanbietern. Der Meinung stimme ich nicht zu. Passiv heißt auch nicht unbedingt, dass nur wenig gehandelt wird. Passiv bedeutet auch nicht, dass kein Risikomanagement genutzt wird.

### **Anforderungen an Indizes**

Passiv bedeutet normalerweise, dass die Geldanlage einem Index folgt. Zunächst sollte man daher die Anforderungen an einen guten Investmentindex definieren. Typischerweise gehören

<sup>158</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3212685](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3212685)

<sup>159</sup> [https://go.axioma.com/WP20180719-ESGsEvolvingPerformance\\_LP-Registration.html](https://go.axioma.com/WP20180719-ESGsEvolvingPerformance_LP-Registration.html)



dazu volle Regelbasierung, Transparenz in Bezug auf die Regeln und die Indexkomponenten sowie Investierbarkeit bzw. Nachbildbarkeit, d.h. die Bestandteile müssen frei erwerbbar sein (siehe auch Andrew Lo, What Is An Index? Arbeitspapier, 12. Oktober 2015).

Repräsentativität wird nicht explizit genannt. Das ist auch nachvollziehbar, denn die Bestimmung des Vergleichsuniversums für die Repräsentativität eines Index ist von der Definition bzw. den Regeln für das Universum abhängig. Während "alle börsennotierten Aktien" objektiv ist, sind "alle Large Caps" von der Definition von "Large" abhängig und alle "Konsumgüteraktien" von der Konsumgüterdefinition.

Repräsentativität ist aber für indexfolgende Produkte wichtig. Ein Produkt auf den jeweiligen Index sollte den Index vollständig oder „repräsentativ“ abbilden.

### **Interne Indizes sind zulässig**

Indizes, ob extern oder intern zusammengestellt, basieren auf Entscheidungen in Bezug auf die Indexregeln. Indexanbieter wie MSCI bieten oft viele tausende von Indizes an. Nutzer von Indizes müssen daher eine Auswahl treffen, welchen Index sie nutzen wollen. Diese Auswahl eines externen Index ist meines Erachtens vergleichbar mit der Erstellung eines internen Index. Daher ist es für ein passives Investment nicht nötig, einem externen Index bzw. externen Regeln zu folgen.

### **100% passiv geht nicht**

Daran kann man erkennen, dass 100% passives Investieren nicht möglich ist, denn die Auswahl von Regeln bzw. die Wahl eines Index ist eine aktive Entscheidung. So kann man z.B. mit der Auswahl eines Small-Cap Indizes gegenüber einem All-Cap Index möglicherweise eine Outperformance generieren. Die Indexwahl ist also eine „aktive“ Entscheidung.

### **Passivkritik: Besser von regelbasierten Anlagen sprechen**

Es wäre daher sinnvoll, den Begriff „passive Geldanlage“ nicht mehr zu nutzen, sondern stattdessen von regelbasierten Investments zu sprechen. Damit ist auch für Laien schnell klar, dass „passiv nicht gleich passiv ist“: Man sollte immer hinterfragen, um welche Regeln es sich handelt, wer sie warum entwickelt hat und wann sie wie geändert werden können.

### **Passives Investieren ist grundsätzlich positiv besetzt**

Interessanterweise ist der Begriff passive Geldanlage inzwischen weithin positiv besetzt, vor allem weil passiv als günstig gilt. Es ist zudem relativ unstrittig, dass nur wenige Anbieter aktiver Portfolios („Aktive Manager“) dauerhaft ihre Vergleichsbenchmarks schlagen können. Es gibt zwar immer Manager bzw. Portfolios, denen das gelingt. Aber es gibt keine verlässlichen Methoden vorab zu erkennen, welche Portfolios oder Manager künftig outperformen werden (siehe z.B. [hier](#)).

### **Indexwahl wichtiger als „aktives Management“, das oft benchmarknah ist**

Sogenannte aktive Assetmanager verweisen dagegen gerne darauf, dass Anleger nur mit aktiven Portfolios eine Outperformancechance haben. Sehr viele sogenannte aktive Manager kleben aber sehr nahe an ihren jeweiligen Benchmarks (siehe Diskussion um sogenannte „active share“). Nach Kosten haben solche Manager daher nur sehr geringe Outperformancechancen.

Grundsätzlich können Anleger trotzdem durch die Wahl von Indizes bzw. Regelwerken Outperformancechancen gegenüber anderen Indizes haben (siehe [hier](#)). Die meisten Anleger haben aber Underperformances durch schlechtes Timing ihrer Investments (siehe z.B. [hier](#)).

### **Passivkritik: Nicht nur aktives Management ermöglicht effektive Risikobegrenzung**

Auch das Argument aktiver Manager, nur sie könnten in Marktkrisen effizient die Anlagerisiken reduzieren, ist nicht gut nachvollziehbar. Meines Wissens haben aktive Manager zum Beispiel in der Finanzkrise 2008 kaum besser abgeschnitten als ihre passiven Benchmarks (siehe [Söhnholz/Rieken/Kaiser](#) S. 140-145). Das liegt wohl auch daran, dass sich viele kaum von ihren Benchmarks lösen dürfen oder wollen.

Außerdem gibt es relativ gut funktionierende passive bzw. regelbasierte Absicherungsmechanismen, wie z.B. die 200 Tagelinie (siehe Söhnholz: "[Test von Risikomanagementmodellen](#)", dort angegebene Literatur und [hier](#)). Auch an solchen Portfolios bzw. Benchmarks gemessen (siehe auch [hier](#)), haben aktive Manager in den letzten Krisen im Schnitt wohl kaum eine Outperformance gezeigt.

### **Aktives Management wirkt an fairer Preisbildung mit und stabilisiert die Finanzmärkte**

Passive Investments werden als Gefahr für Finanzmärkte angesehen, weil im Krisenfall keine Risikobegrenzungsmaßnahmen mehr greifen würden, sondern die meisten Anlagen nur den Indizes nach unten folgen würden. Ich denke aber nicht, dass Kapitalmärkte zusammenbrechen, selbst wenn sie 100% passiv im Sinne von regelbasiert wären.

So werden bei erwarteten hohen Aktienrisiken auch viele regelbasierte defensive Portfolios angeboten und nachgefragt, z.B. Mischfonds mit hohen Anleiheanteilen. Ausserdem kommen permanent Produkte in verschiedenen Anlagesegmenen an den Markt, die „defensive“ Themen belegen und damit die Preisbildung beeinflussen. Auch Small-Cap ETFs und ETFs mit Gewichtungen, die von der Marktkapitalisierung abweichen, z.B. sogenannte [Smart Beta ETFs](#), sind regelgebunden und populär. In Krisenzeiten werden z.B. sogenannte Short-ETFs populärer, mit denen Anleger von Kursverlusten profitieren können.

Sicher können aktive Manager durch Allokation zu Anlageklassen und Wertpapieren flexibler agieren. Es ist aber nicht erweisen, dass das auch für Anleger besser ist. Klar ist aber, dass es auch bei professionellen Anlegern und ihren "aktiv" gemanagten Portfolios Herdenverhalten gibt, das zu Verstärkungen von Krisen führen kann (siehe [hier](#)).

### **Passivkritik: ETFs haben noch einen geringen Marktanteil**

In Bezug auf die Preisbildung ist es richtig, dass die vorherrschenden kapitalgewichteten Indizes „teure“ Wertpapiere tendenziell bevorzugen (Kritik siehe z.B. [hier](#)). Aber selbst wenn alle aktiven Fonds zu Lasten von ETFs (Exchange Traded Funds, typischerweise „passiv“) vom Markt verschwinden würden, gäbe es noch genug Anlagen, die individuell "aktiv" für institutionelle und private Anleger gemanagt würden. ETFs bzw. andere passive Anlagen sind noch weit davon entfernt, die Mehrheit der Kapitalanlagen auszumachen.

Und: Je besser aktive Produkte gemanagt werden, desto geringer ist das „Risiko“, dass der Marktanteil passiver Ablagen ansteigt. Es gibt ja kein Risiko, dass Anlegern passive Anlagen aufgezwungen werden. Welcher Regulator oder Gesetzgeber würde denn Vorgaben zur Nutzung von Indizes machen? Und je mehr "passiv" gemanagt wird, desto höher könnte der Anreiz für neue Markteintritte „aktiver Manager“ sein, die wahrgenommene Ineffizienzen passiver Anlagen ausnutzen wollen.

### **Das wahre Problem: Institutionelle Anleger und ihre Consultants**

Passive Anlagen sind also nicht grundsätzlich schlecht. Schlecht ist eher, dass so viele Anleger so nah an (wenigen renommierten) passiven Indizes kleben wollen.

Institutionelle Anleger verfolgen typischerweise Asset Allokationen, die unter Nutzung von Indexdaten für die verschiedenen Anlagesegmente gebildet werden. Ihre Consultants bzw. internen Abteilungen achten sehr darauf, dass nur möglichst geringe Abweichungen von diesen Allokationen bzw. Indizes auftreten. Dabei werden oft die Indizes der Marktführer genutzt.

Investments werden daher oft ganz überwiegend mit passiven Mandaten umgesetzt. Wenn Abweichungen von Indizes (Tracking Error) der marktführenden Indexanbieter erlaubt werden, dann sollen diese typischerweise sehr gering sein.

Institutionelle Anleger und ihre Consultants sind also der Hauptgrund, warum so viel passiv investiert wird.

### **Kostendruck führt zu mehr passiven Anlagen**

Was man eventuell erwarten kann ist, dass Druck von Anlegern aber auch der Politik bzw. Regulatoren zu niedrigeren Gebühren von Produktangeboten führt (siehe [hier](#)). Aktive Manager argumentieren, dass sie dann nicht mehr so teure Daten, Analysten und Portfoliomanager bezahlen können. Andererseits macht maschinelles Lernen und künstliche Intelligenz und die Reduktion von IT Kosten vieles künftig billiger. So kann man heute auch regelbasiert Informationen sehr schnell verarbeiten und umsetzen, wie die Diskussion um sogenanntes Algo-Trading zeigt.

### **Führt Provisionsverbot zu einem höheren Absatz aktiver Fonds?**

Auch ein mögliches Verbot von Vertriebsprovisionen, das es in Großbritannien und den Niederlanden schon gibt, senkt Produktkosten – nicht jedoch unbedingt die Gesamtkosten - für Privatkunden. Bei einem Provisionsverbot können Manager von Publikumsfonds, die bisher

Provisionen enthielten, ihre Performance verbessern. Wenn Performance wirklich so wichtig ist, wie aktive Manager behaupten, sollten aktive Manager bei einem Provisionsverbot daher eher mehr als weniger absetzen können.

### **ESG- und Passivkritik: Verträgt sich „passiv“ nicht mit „verantwortungsvoll“?**

Ein relativ neues Argument aktiver Manager ist, dass verantwortungsvolle Investments unter dem Trend zu passiven Anlagen leiden. So wird kritisiert, dass passive Anlagen nicht schnell genug auf Verschlechterungen in Bezug auf verantwortungsvolle Kriterien reagieren können. Außerdem wird kritisiert, dass die Ausübung von Stimmrechten bei passiven Investments nicht unbedingt vorgesehen ist und daher Wertpapieremittenten nicht zu Verbesserungen angeregt werden. Dem widersprechen Anbieter von passiven Fonds und ETFs. So verlangen institutionelle Anleger und die Öffentlichkeit zunehmend, dass die Stimmrechte auch für passive Portfolios verantwortungsvoll ausgeübt werden (ausführliche Kritik siehe Beitrag von Christian Kirchner).

Als Alternative zu Stimmrechtsausübungen kann auch "mit den Füßen" bzw. den Anlagegeldern abgestimmt werden. Konzentration auf "gute" Investments sollte "schlechte" Anbieter zum Besserwerden anregen (siehe auch [hier](#), siehe auch Kritik an "[Greenwashing](#)").

Falls die Stimmrechtsausübung vernachlässigt wird, können Regulatoren und Politiker relativ einfach verlangen, dass Assetmanager künftig ihre Stimmrechte ausüben müssen, egal ob sie aktive oder passive Anlagen anbieten. Dabei würde sicher auch darauf geachtet werden, dass ESG Aspekte berücksichtigt werden.

### **Verantwortungsvolle Investment erhöhen die Kosten nur unwesentlich**

Manche Anbieter behaupten, ESG-Datennutzung sei für passive Produkte, die besonders günstig sein sollten, zu teuer. Dabei wird behauptet, dass es nur wenige Anbieter guter ESG-Daten gibt. Andererseits zeigen Studien, dass es eine große Zahl von ESG-Datenanbietern gibt (s. [hier](#)). Besonders Datenanbieter, die mit neuester Informationstechnologie wie maschinellem Lernen arbeiten, sind schon heute in der Lage, relativ günstige ESG-Daten auch zeitnah anzubieten.

### **Verantwortungsvolle Produkte lassen sich einfacher verkaufen**

Es ist zu erwarten, dass bei zwei vergleichbaren Produkten Anleger eher das verantwortungsvolle als das traditionelle Produkt kaufen werden (s. [hier](#)). Anbieter können also ESG-Volumenvorteile haben, welche die zusätzlichen Datenkosten übersteigen sollten. Außerdem zeigen ESG-ETFs, dass ESG Angebote auch günstig sein können.

### **ESG-ETFs als Investmentlösung**

Passive Portfolios können auch komplett auf verantwortungsvolle Anlagen setzen, so wie es ESG-ETFs tun (siehe dazu z.B. [hier](#)). So kann ein passiver Index nur Aktien aufnehmen, die Top E, S und G (Environmental, Social, Governance) Scores haben. Je nach Häufigkeit der

Überprüfung der Kriterien, kann es dabei durchaus zu erheblichen Handelsaktivitäten kommen. Die Umsetzung häufiger Änderungen kann zu hohen Transaktionskosten führen.

### **Häufiges Trading muss jedoch nicht sein**

Viel Trading erhöht sicher die Transaktionskosten, führt jedoch nicht notwendigerweise zu besseren Ergebnissen. Auch die Performance von ESG-ETFs oder der nur einmal jährlich geänderten Portfolios von meiner Firma [Diversifikator](#) deuten darauf hin, dass relativ seltene (passive) Portfolioänderungen kaum Nachteile gegenüber „aktiveren“ ESG-Portfolios haben müssen.

Anleger erwarten von passiven Portfolios jedoch niedrige Kosten. Daher ist der seit Kurzem durch MIFID II vorgeschriebene Vorabausweis erwarteter Gesamtkosten inklusive Transaktionskosten wichtig. Das ist bei der ETF-Selektion zu berücksichtigen.

### **ESG-Indizes als Benchmarklösung**

Man wird institutionelle Anleger nicht so schnell dazu bringen, hohe Tracking Error zu akzeptieren. Dafür ist das Jobrisiko der Betroffenen zu hoch. Einige wenige institutionelle Anleger haben jedoch einen Ausweg gefunden: Sie nutzen ESG-Indizes als Benchmarks. So können sie trotz geringer Indexabweichungstoleranz sicherstellen, dass ihre Anlagen ESG-Anforderungen genügen. Und das muss nicht schlecht sein. ESG-Indizes scheinen kaum andere Renditen oder Risiken zu haben als vergleichbare traditionelle Indizes.

### **Konzentrierte passive Portfolios sind möglich**

An passiven Indizes bzw. ETFs wird kritisiert, dass Anleger damit „den breiten Markt“ kaufen und nicht mehr zwischen guten und schlechten Wertpapieren differenzieren. Das muss aber nicht so sein. Wenn die Regeln für eine „passives“ Portfolio streng sind, z.B. viele Ausschlüsse und hohe ESG-Anforderungen erfüllen müssen, können sie zu konzentrierten Portfolios „guter ESG“ Wertpapiere führen.

Eine solche Selektion muss nicht schlechter sein, als die eines aktiven bzw. diskretionären Fondsmanagers, wie konzentrierte passive ESG-Portfolios von Diversifikator zeigen.

### **Passivkritik: Anleger brauchen keine ETFs**

ETF steht für Exchange Traded Fund. ETFs können aktiv gemangt werden und es gibt ein sehr großes Volumen an passiven Fonds, die nicht an Börsen gehandelt werden. Für Langfristanleger ist ein Börsenhandel normalerweise überflüssig, da sie ihr Geld ja langfristig anlegen wollen. Auch Langfristanleger greifen aber zu ETFs, weil mit diesen bei Bedarf kurzfristig (intraday) durch Verkauf Risiken abgebaut werden können. Je stärker Derivate in die Kritik kommen, desto wichtiger wird die Möglichkeit solch kurzfristiger Verkäufe.

### **Flashcrashes sind nur bei falschem Risikomanagement ein Problem**

Passive börsengelistede Fonds machen inzwischen einen Großteil des Handelsvolumens an Börsen aus. Das ist unproblematisch, wenn es zu mehr Liquidität und faireren Preisen beiträgt. In der Kritik stehen vor allem sogenannte Flashcrashes („Unwahrscheinlich“ bzw. unerwartet hohe Kursverluste innerhalb einer sehr kurzen Zeit).

Dabei können automatische Handelsregeln zu kurzfristigen Marktverzerrungen führen. So nutzen viele private Anleger sogenannte Stopp-Loss Verkaufssignale: Wenn der Kurs eines ETF unter einen bestimmten Punkt fällt, soll verkauft werden. Solche Signale werden auch von professionellen Anlegern genutzt und können – neben technischem Versagen – Ursache für Flash-Crashes an Börsen sein. Flash-Crashes dauern aber – wie die Bezeichnung schon sagt – nur sehr kurz und typischerweise erholen sich Börsen hinterher recht schnell wieder. Langfristanlegern, die keine Stopp-Loss ähnlichen Signale nutzen, erleiden normalerweise keine Verluste aufgrund der Crashes.

### **Fazit: Der neue Dreisatz des (ESG) Investing**

Vereinfachend kann man zusammenfassen: Erstens: Passive Anlagen haben keine schlechtere Performance als aktive Anlagen. Zweitens: Verantwortungsvolle Indizes haben keine schlechtere Performance als traditionelle Indizes. Drittens: Daher spricht alles für passive verantwortungsvolle Anlagen (siehe auch [hier](#)).

## **CSR UND ESG: VERANTWORTUNGSVOLLE GELDANLAGEANGEBOTE FÜR MITARBEITER UND KUNDEN (12-2018)**

„Der Begriff Corporate Social Responsibility (CSR) ... steht für verantwortliches unternehmerisches Handeln in der eigentlichen Geschäftstätigkeit (Markt), über ökologisch relevante Aspekte (Umwelt) bis hin zu den Beziehungen mit Mitarbeitern (Arbeitsplatz) und dem Austausch mit den relevanten Anspruchs- bzw. Interessengruppen (Stakeholdern)“ (Wikipedia, Stand 10.12.2018). Verantwortungsvolle Geldanlagen können das CSR-Profil von Unternehmen verbessern und ihnen zusätzlich sogar Gewinn einbringen.

### **Immer höhere Anforderungen von Investoren, Kunden und Mitarbeitern**

Immer mehr professionelle Geldanleger legen Wert darauf, dass Unternehmen nachhaltig sind. Auch für Kunden und (potentielle) Mitarbeiter wird das immer wichtiger. Unternehmen haben dabei viele Möglichkeiten, nachhaltiger zu werden. Eine Möglichkeit ist, das Geldvermögen bzw. die Liquidität der Unternehmen selbst nachhaltig anzulegen. Das gilt vor allem für Unternehmen, bei denen die Geldanlage zum Geschäftszweck gehört, also für Banken und Versicherungen und andere Anbieter von Geldanlagen.

Ich erwarte, dass es auch bei anderen Unternehmen künftig wichtiger wird, wie deren Liquidität angelegt wird. Das gilt besonders Unternehmen, die in Bezug auf Nachhaltigkeit kritisch

beobachtet werden. Das heißt, dass unter anderem traditionelle Energieerzeuger oder Autohersteller ihre Eigenanlagen nachhaltig anlegen sollten.

### **Mit Finanzdienstleistungen kann man viel Geld verdienen**

Ich habe in den 80er Jahren in den USA studiert. Dort haben zu der Zeit nicht nur Banken sondern auch Autohersteller und Einzelhändler sehr viel Geld mit Finanzdienstleistungsangeboten verdient. Das galt nicht nur für Kredite sondern auch für Geldanlageangebote an Kunden aber auch „Dritte“. Darüber habe ich sogar meine Doktorarbeit geschrieben (siehe „Diversifikation in Finanzdienstleistungsmärkte“ [hier](#)).

### **Zwei alte Gründe für Geldanlageangebote durch Non-Financials**

In meiner Doktorarbeit habe ich als Gründe für Geldanlageangebote durch nicht-traditionelle Finanzdienstleister vor allem zwei genannt: Die Margen sind hoch und über den Zugang zu Bestandskunden (und Markenbekanntheit) der Anbieter kann man effizient hohe Geschäftsvolumina erreichen. In Deutschland habe ich als Hinderungsgrund vor allem die Macht der Banken identifiziert.

### **Neue Gründe für Geldanlageangebote durch Non-Financials**

Heute sind die Margen in der Geldanlage immer noch sehr hoch (siehe z.B. [hier](#)). Durch stark verbesserte Informationstechnologie und verändertes Kundenverhalten ist der Zugang zu Bestandskunden aber viel einfacher und billiger geworden. Und deutsche Banken sind heute alles andere als machtvoll.

Die Markteintrittsbarrieren in den Geldanlagebereich haben sich also stark geändert. Während es früher sehr teuer und aufwändig war, einen neuen Anbieter zu gründen, ist das heute sehr einfach. Mit weniger als fünfzigtausend Euro kann man einen weitgehend individualisierten Geldanlageanbieter (Robo-Advisor) gründen (Hinweis in eigener Sache: Dabei hilft meine Firma [Diversifikator](#) gerne).

Kritiker können einwenden, dass es schon viele Robo-Advisors gibt, von denen die meisten nicht erfolgreich sind (siehe [hier](#)). Das stimmt. Sie sind aber vor allem deshalb nicht erfolgreich, weil sie nicht genug Kunden akquirieren können bzw. die Kosten dafür zu hoch sind. Autohersteller, Energie- und Telekomunternehmen aber auch Einzelhändler haben aber einen riesigen Kundenstamm. Und es gibt genug Marktpotential.

### **Hoher Bedarf**

Die Debatte um die Vorschläge von Friedrich Merz zur Förderung der privaten Aktienanlage (siehe z.B. [hier](#)) zeigt es wieder auf: Einerseits liegt sehr viel Geld auf wenig attraktiven

Sparkonten, und andererseits ist sehr wenig Geld in Aktien investiert. Grundsätzlich gibt es also ein hohes Marktpotential für Aktienanlagen.

### **Weit offene Marktlücken, u.a. ESG**

Das Problem ist, dass deutsche Anleger sehr skeptisch in Bezug auf Aktienanlagen sind. Das Telekom-Volksaktienfiasko, das Platzen der dot.com Blase und die Finanzkrise 2008 haben deutliche Spuren hinterlassen. Auch die aktuellen Aktienmarktverluste werden das Potential zumindest kurzfristig begrenzen. Hinzu kommt, dass Anleger die Finanzmärkte zumindest bis vor Kurzem für überbewertet hielten.

Intelligenten Marketingexperten mit ausreichenden Budgets sollte es aber trotzdem möglich sein, potentielle Anleger davon zu überzeugen, dass zumindest Sparpläne, bei denen dauerhaft relativ kleine Summen angespart werden, Sinn machen.

Denn gibt es sogar eine Marktlücke, die von traditionellen Anbietern bisher noch nicht konsequent angegangen wird, nämlich sogenannte nachhaltige oder verantwortungsvolle Geldanlagen (siehe [hier](#)).

Es ist inzwischen ziemlich unstrittig, dass man mit verantwortungsvollen Geldanlagen nicht auf Rendite verzichten muss und auch keine höheren Risiken als mit traditionellen Geldanlagen haben muss (siehe [hier](#)). Verantwortungsvolle Geldanlagen machen aber erst einen sehr kleinen Teil aller Geldanlagen aus. Hinzu kommt, dass viele der als verantwortungsvoll angebotenen Geldanlagen bei näherer Analyse stark verbesserungsfähig sind: Sie nutzen entweder zu geringe Anforderungen an Nachhaltigkeit und/oder sind zu teuer (siehe [hier](#)).

Anders herum: Es besteht noch eine große Marktlücke für streng verantwortungsvolle und kostengünstige Geldanlagen (wie sie – oh Wunder – meine Firma Diversifikator auch Dritten anbietet).

### **Damit kann sogar CSR verbessert werden**

Ob Eigenanlagen der Vermögen von Unternehmen nachhaltig erfolgen, wird typischerweise heute schon bei der CSR-Beurteilung von Unternehmen berücksichtigt. Wie bei sogenannten verantwortungsvollen Geldanlagen generell sind mir die Kriterien dabei aber oft zu „weich“. Ich bevorzuge zahlreiche Ausschlüsse und Mindestanforderungen für die Kriterien Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (siehe [DVFA](#)).

Es sollte sich aber auch positiv auf CSR- bzw. ESG- (Environmental, Social, Governance) Beurteilungen von Unternehmen auswirken, wenn diese ihren Mitarbeitern und Kunden „gute“ günstige Geldanlagen anbieten würden.

### **Mein CSR-Favorit: Portfolio streng verantwortungsvoller deutscher Aktien**

Dabei habe ich konkrete Idee für solche Portfolios: Mein Favorit ist ein nach strengen verantwortungsvollen Kriterien selektiertes Portfolio deutscher Aktien, wie z.B. das Deutsche



Aktien ESG Portfolio meiner Firma Diversifikator (Portfoliodetails siehe [„Downloads“](#) und [hier](#)). Ein vergleichbares Portfolio gibt es meines Wissens woanders nicht. Bei Bedarf kann es relativ einfach angepasst werden, z.B. wenn dem Anbieter des Portfolios einzelne der im Standardportfolio enthaltenen Aktien nicht gefallen.

Als Sparplanangebot sind die Verlustrisiken eines solchen Portfolios überschaubar. Risikoscheuen Anlegern könnten Kombinationen des Portfolios mit sicheren Anlagen angeboten werden. Außerdem kann bei Bedarf ein zusätzliches Risikomanagement erfolgen.

Inzwischen ist die Technik so weit, dass ein solches Portfolio Mitarbeitern aber auch Kunden sehr günstig angeboten werden kann.

### **GAFAs als Schreckgespenst**

Unter Fintechs (Finanztechnikunternehmen), vor allem Robo-Advisors, aber auch traditionellen Anbietern geht heute die Angst um, dass Google, Amazon, Facebook und/oder Apple (GAFAs) zu Konkurrenten werden könnten. Im „Paymentbereich“ ist das längst Realität. Mit eigenen Geldanlageangeboten halten sich die GAFAs, anders als vergleichbare chinesische Anbieter, aber noch zurück.

### **Anbieterkandidaten für "CSR-Portfolios": Telekom, Otto, Rewe und viele mehr**

Deutsche Unternehmen, die etwas für ihre „grünes“ Image tun wollen, sollten proaktiv tätig werden. Das wäre etwas für Unternehmen wie die Deutsche Telekom, Telefonica, die Deutsche Post, Daimler und BMW, die Commerzbank, BMW, TUI, Hugo Boss, Lufthansa und/oder Puma, die aktuell alle im oben genannten Portfolio enthalten sind. Allerdings erfolgt gerade die jährliche Überprüfung, so dass sich ab Januar die Zusammensetzung ändern kann.

Aber auch andere Unternehmen, die sich mit „guten“ Produkten einen Namen machen wollen wie Lidl, Aldi, Tengelmann, Rewe, Tegut, Otto etc., könnten ihren Mitarbeitern und Kunden solche Produkte anbieten. Dafür brauchen sie nicht mal eine eigene Lizenz, denn die kann man inzwischen günstig „mieten“. Die Produkte können auch (zunächst) unter fremden Namen vermittelt werden, um das Reputationsrisiko zu senken.

Wer wird der erste mit einem überzeugenden Angebot sein?

## **ESG ALS CHANCE ODER BEDROHUNG FÜR AKTIVE FONDSANBIETER? (3-2019)**

Vor Kurzem hat ein Vorstand von einem der ganz großen Fondsanbieter mich um meine Antworten auf vier für ihn wichtige Fragen gebeten. Hier sind seine Fragen und meine Antworten:

### **Vertragen sich passive Anlagen mit aktivem ESG-Management?**

Passiv ist passiv und sollte nicht mit aktivem ESG-Management vermischt werden. Meine Antwort auf diese Frage ist daher „Nein“.

Die Frage ist aber natürlich, was genau unter aktiv und passiv verstanden wird. Ich sehe z.B. eine voll regelbasierte Strategie, die zur häufigen Veränderung von Portfolios führen kann, als passiv an (siehe auch [hier](#)). Beispiel: Ich nehme nur Aktien ins Portfolio, die Top E, S und G Scores haben. Dazu nutze ich einen Datenlieferanten. Wenn dieser unterjährig die E, S und G Scores – z.B. unter Nutzung von maschinellem Lernen – häufig verändert, kann das Portfolio automatisch angepasst werden und ist trotzdem noch passiv, solange die Regeln nicht geändert werden (siehe z.B. [hier](#)).

Das kann allerdings zu relativ hohen Transaktionskosten führen. Anleger erwarten von passiven Portfolios jedoch niedrige Kosten. Durch den Vorabausweis erwarteter Gesamtkosten inklusive Transaktionskosten kann Transparenz geschaffen werden. Deshalb sollte man den Begriff „passiv“ durch „regelbasiert“ ersetzen und um „transaktionsfrei“ bzw. „transaktionsarm“ ergänzen, um Klarheit zu schaffen.

Aktiv ist ein Portfolio demnach, wenn es nicht komplett regelabhängig ist. Dazu gehören alle diskretionären Portfolioeingriffe. Auch sogenanntes Engagement bzw. Stimmrechtsausübungen dürften nur schwer regelbasiert umsetzbar sein. Allerdings kann man geteilter Ansicht sein, ob man lieber ohne Engagement in die besten Unternehmen oder mit Einflussnahme in eher schlechtere Unternehmen investieren sollte (siehe [hier](#)).

### **Sind die Anreize für passive Manager nicht konträr zu einem konsequenten ESG-Management?**

Einerseits stimmt das: „Passive“ Produkte werden oft als besonders günstig beworben/angeboten und Anbieter können Kosten sparen, wenn sie keine bzw. nur geringe Kosten für ESG haben.

Andererseits ist zu erwarten, dass Anleger bei zwei vergleichbaren Produkten eher das verantwortungsvolle als das traditionelle Produkt kaufen (siehe z.B. [hier](#)). Der Anbieter eines passiven ESG-Produktes hat also Anreize, ESG-Daten zu nutzen. Ich würde die Frage daher mit Nein beantworten.

### **Wer profitiert und wer verliert von den langfristigen Trends zu mehr passiven Anlagen und zu mehr ESG-Anlagen?**

Wenn die Trends zu passiven und ESG Anlagen anhalten, werden Fondsanbieter mit diesen Schwerpunkten davon profitieren. „Aktive“ Manager müssen schon heute ESG Aspekte für institutionelle Anleger berücksichtigen.

ESG wird meiner Erwartung nach immer wichtiger für aktive Manager werden, d.h. ESG wird immer stärker die Allokation und die Titelselektion bestimmen (siehe z.B. [hier](#)). Mit dem Trend zu passiven Anlagen wird zudem Druck auf die Kosten „aktiver“ Fondsanbieter ausgeübt. Das

wird dazu führen, dass die komplette Wertschöpfungskette aktiver Anbieter optimiert werden muss.

Ich erwarte daher unter anderem, dass ähnlich wie schon Vanguard, Fidelity, Schwab etc., auch europäische Assetmanager zusätzlich zu ihren bisherigen Vertriebswegen „prozesseffiziente“ Robo-Advisors für ihre Vermittler und Endkunden anbieten werden (siehe [hier](#)).

Aktive Assetmanager, die frühzeitig auf ESG-Angebote und Automatisierung setzen, werden dabei Vorteile gegenüber anderen aktiven Managern haben. Aufgrund der großen Vielfalt möglicher ESG-Portfolios werden zudem die Vermögensverwalter im Vorteil sein, die auch kleine (ESG-)Portfolios effizient (risiko-)managen können.

### **Welcher Marktanteil passiver Anlagen zerstört die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes?**

Ich denke nicht, dass Kapitalmärkte zusammenbrechen würden, selbst wenn sie 100% passiv (im Sinne von regelbasiert) wären. Hier sind meine Thesen im Detail:

Erstens: Aktives Management bringt im Schnitt dauerhaft keine Outperformance. Manche aktiven Manager werden künftig weiterhin zeitweise outperformen, aber es gelingt selbst Profis nur sehr selten, diese Manager vorab zu identifizieren.

Zweitens: Aktive Manager haben oft breite Produktpaletten, unter denen es fast immer auch Outperformer für Vergangenheitsperioden gibt. Außerdem gibt es modische Anlagethemen. In beiden Kategorien wird Beratern/Vermittlern/Anlegern künftige Outperformance – unterlegt mit Marketingaufwendungen – suggeriert. Es wird daher weiter zahlreiche „aktive“ Angebote geben.

Drittens: Selbst bei einem Provisionsverbot werden Berater/Vermögensverwalter sich mit angeblich besonders guten Prognose- und/oder Selektionsfähigkeiten profilieren wollen. Sie werden dabei auch deshalb gerne aktive Fonds nutzen, u.a. weil dadurch das Selektionsuniversum erhöht und die Transparenz für Anleger reduziert wird.

Viertens: ESG bietet aktiven Managern ein besonders attraktives Feld, weil es viele ESG-relevante News gibt, die genutzt werden können und weil einfach nachvollziehbare aktive Einflussnahme auf Emittenten genommen werden kann. Dabei ist von Vorteil, dass man nicht unbedingt beweisen muss, dass die News oder das Engagement die Performance erhöhen.

### **ESG-INVESTMENTS: WARUM WEDER AKTIVE FONDS NOCH ETFs IDEAL SIND (6-2019)**

Geldanlage-Laien und Profis beschwerten sich über die geringe Standardisierung und die Unübersichtlichkeit von sogenannten Environmental, Social- und Governance- bzw. ESG-Investments. Dabei ist es gar nicht so schwer, Transparenz zu bekommen. Wenn man

Transparenz erreicht hat wird aber auch schnell klar, dass Kompromisse nötig sind. Trotzdem spricht fast alles für verantwortungsvolle Investments.

### **ESG-Investments: Viele ESG Ratingagenturen**

Was ein verantwortungsvolles Investment ist und was nicht, wird sehr unterschiedlich beurteilt. Inzwischen gibt es mehrere hundert Firmen weltweit, die Analysen von Geldanlagen im Hinblick auf „Verantwortlichkeit“ verkaufen. Aber deren Bewertungen fallen oft unterschiedlich aus. Daran wird auch die kommende EU Regulierung zur Taxonomie verantwortungsvoller Anlagen wenig ändern.

Dabei kommt man mit ein wenig Recherche und einem gesunden Menschenverstand schon relativ weit mit der Beurteilung von Geldanlagen im Hinblick auf ihre Verantwortlichkeit.

### **ESG-Investments: Viele ESG Indizes**

Fangen wir mit sogenannten passiven bzw. Indexinvestments an. Die meisten in Deutschland angebotenen Indexfonds bzw. ETFs (Exchange Traded Fonds) basieren auf den Indizes von MSCI. MSCI bietet inzwischen etliche sogenannte verantwortungsvolle Indizes an. Für einige davon kann man auch in Deutschland ETFs kaufen.

Wenn man versucht, den Unterschied zwischen den SRI, ESG, ESG Leaders etc. Indizes zu verstehen, kann man sich zunächst an der Anzahl der Indexkomponenten orientieren. Ich gehe dabei davon aus, dass die „Verantwortlichkeitsregeln“ umso strikter sind, je weniger Komponenten im jeweiligen Index übrigbleiben.

### **Anzahl der Aktien und Tracking Error sind wichtig**

Der sogenannte MSCI All Countries World Index (ACWI) beinhaltete Ende März 2771 Aktien. Der MSCI ACWI ESG Universal Index hatte zum gleichen Zeitpunkt 2453 Aktien, also 318 Aktien bzw. 11,5% weniger Bestandteile. Das übliche Performance-Abweichungsmaß Tracking Error lag laut MSCI zu dem Zeitpunkt bei knapp 1%, war also sehr gering (Quelle MSCI).

Der Tracking Error ist die Standardabweichung von Indexabweichungen zwischen einem Portfolio und seiner Benchmark und sagt nichts über Performanceunterschiede aus, die positiv oder negativ sein können.

Der MSCI ACWI ESG Leaders Index umfasste Ende Mai 1225 Aktien, das waren zu dem Zeitpunkt etwa 43% aller MSCI ACWI Bestandteile. Die Nachhaltigkeitsselektion dieses Indexes war also strenger als die des „normalen“ ESG Indexes. Dafür war der Tracking Error mit 1,24% etwas höher.

### **ESG-Investments: SRI Ansatz ist am striktesten**

Der MSCI ACWI SRI Index (Socially Responsible Investments) nutzt die meisten Ausschlüsse und kommt auf 567 Aktien, also ungefähr 20% Anteil am ACWI. Der Index hat einen Tracking Error von knapp über 1,5% zum Originalindex (siehe auch <http://prof->

[soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/](http://soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/)).

All diese „verantwortungsvollen“ Indizes wurden so konstruiert, dass sie trotz geringer Anzahl von Komponenten relativ eng am Vergleichsindex kleben. Wenn man die Indexregeln analysiert stellte man denn auch fest, dass die Indexanbieter sich bemühen, möglichst viele Branchen und Länder in ihren verantwortungsvollen Indizes aufzunehmen bzw. mit wenig harten Ausschlüssen zu arbeiten. Deshalb findet man z.B. auch meist große Ölonternehmen in den „verantwortungsvollen“ Indizes.

### **ESG-Investments: Themen- und Spezialindizes**

Zusätzlich bietet MSCI weitere „verantwortungsvolle“ Spezialindizes an, die aber Themenindizes sind und die nicht den Anspruch haben, den Weltaktienmarkt widerzuspiegeln: Low Carbon, Catholic Values, Islamic, Impact (<https://www.msci.com/esg-indexes>).

Der Islamische Index z.B. umfasst 821 Aktien, also etwa 29% des MSCI ACWI und hat einem Tracking Error von leicht über 3%.

Der MSCI Sustainable Impact Index hat 106 Komponenten und einen Tracking Error von über 5%. Er ist damit einer der „striktesten“ verantwortlichen Indizes von MSCI. Er enthält Unternehmen wie Kimberley Clark, Procter & Gamble, Johnson Matthey, Danone, BYD, Samsung, Rockwell, Osram, Geberit, Unilever. Das Impact-Konzept wird so sehr weit interpretiert.

Die BNP hat gerade einen neuen ETF auf einen anderen Index aufgelegt, den BNP PARIBAS EASY ECPI Circular Economy Leaders. Der zugrunde liegende Index liegt offenbar ebenfalls nahe am MSCI Weltindex und viele der Komponenten sehen nicht unbedingt nachhaltig aus. Es gibt aber auch andere Spezialindizes wie z.B. den nx-25 Naturaktienindex (siehe [hier](#)), der mit nur 25 Titeln, unter denen auch Small Caps sein dürfen, keinen Tracking-Error Ansatz verfolgt und deshalb viel freier in seiner Gestaltung ist.

### **ESG-Investments: Das Tracking Error Limitproblem**

Einen Anhaltspunkt dazu, mit welchem Tracking Error man rechnen muss, ergibt eine Simulation von Vanguard für den Russell 3000 Index. Dabei errechnen die Autoren bei 500 von 3000 Titeln einen typischen Tracking Error von 1,8% und bei 50 einen von 6,3% (siehe Chris Tidmore & all: “How to increase the odds of owning the few stocks that drive returns”, Vanguard, Feb. 2019, S. 7, siehe [hier](#)).

Institutionelle Geldanleger setzen oft relativ niedrige Tracking Error Obergrenzen für ihre Geldanlagemanager fest, die deshalb oft gar keine streng nachhaltigen Portfolios umsetzen dürfen (siehe auch hier <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/>).

Ein Tracking-Error Ansatz für Indizes ist aber eigentlich quatsch: Der Index sollte selbst die Messlatte sein, nicht ein anderer Index. Indizes mit Tracking Error Management bzw. offizieller Benchmark sind daher immer nur abgeleitete und keine Primär-Indizes.

### **ESG-Investments: Aktive Fonds mit Nachteilen**

Wenn man nicht an einen Index gebunden ist, ist man freier in der Aktienselektion und kann grundsätzlich konsequenter nachhaltig investieren (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/esg-als-chance-oder-bedrohung-fuer-aktive-fondsanbieter/>). Ich habe keine Analyse zur typischen Anzahl von Aktien in einem verantwortungsvollen globalen Aktienfonds gefunden. Aber ein „normaler“ aktiv gemanagter globaler Aktienfonds umfasst typischerweise ca. 60 Titel (<https://www.economist.com/finance-and-economics/2018/03/10/active-fund-managers-hold-fewer-and-fewer-stocks>).

Wenn man die einzelnen Komponenten aktiv gemanagter verantwortungsvoller Fonds untersucht, können diese aus Sicht eines streng nachhaltigen Anlegers trotzdem oft nicht überzeugen. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass auch nachhaltige Fonds oft traditionelle Benchmarks nutzen, von denen sie nicht zu stark abweichen wollen.

Das liegt aber auch daran, dass nachhaltige Fonds aktiver Manager sich an den nicht-nachhaltigen „Originalfonds“ dieser Manager orientieren. Bei den „Originalfonds“ werden Selektionskriterien wie Value, Growth, Size und andere genutzt, um zum Zielfortfolio zu kommen. Die „verantwortungsvollen“ Varianten dieser Fonds ergänzen diese Selektionskriterien meist nur um Nachhaltigkeitskriterien. Damit nutzen verantwortungsvolle Fonds traditioneller aktiver Fondsmanager Nachhaltigkeitskriterien meist nur als ergänzende und nicht als Hauptkriterien.

### **ESG-Investments: Am besten konzentrierte Indizes ohne Tracking Error Restriktion nutzen**

Der oben erwähnte nx-25 ist für ökologisch orientierte Anlagen attraktiv: Er ist konzentriert und Tracking-Error bzw. -benchmarkunabhängig. Allerdings stehen ökologische Selektionskriterien im Vordergrund und nicht soziale bzw. Unternehmensführungskriterien und die Selektion wird vom Indexbeirat und nicht von transparenten Regeln bestimmt.

Ende 2016 hat meine Firma Diversifikator daher eigene „Indizes“ (Portfolios genannt) eingeführt, bei denen Umwelt-, Sozial- und Governanceratings die wesentlichen Selektionskriterien sind (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/regelaenderungen-fuer-2019-die-portfolios-mit-den-wohl-strengsten-esg-anforderungen/>). Typische ESG Indizes verwenden aggregierte ESG-Ratings. Diversifikator nutzt aber separate Mindestwerte für E, S und G. So können schlechte soziale oder ökologische Ratings nicht durch gute Unternehmensführung kompensiert werden.

Alle Regeln (siehe <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/190120-Das-Diversifikator-Buch.pdf>), Komponenten (siehe „Downloads“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)), auch die „historischen“ (siehe <https://diversifikator.com/de/archiv/#/>) und die Tagesdaten („historische Zeitreihen“) werden aufgeführt.

Zunächst wurden ESG-Indizes für Deutsche Aktien, globale Infrastrukturaktien und globale Immobilienaktien und REITs eingeführt, die wohl ersten derartigen ESG Indizes weltweit. 2017 kamen weitere Indizes hinzu, z.B. der globale Aktienindex mit 30 Komponenten und einer mit sogar nur 5 Aktien.

Die Performance der Indizes ist bisher attraktiv (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/3-jahre-diversifikator-gute-rendite-aber-80-prozent-anders-ist-schwer-zu-verkaufen/>). Grafisch kann man z.B. einen guten Gleichlauf des globalen ESG Indizes mit einem ETF auf den MSCI Welt feststellen (siehe Grafiken unter „Performance“). Die gemessene Korrelation mit dem ETF ist mit 0,56 jedoch ziemlich gering.

### **ESG-Investments: Zusammenfassung**

Je konzentrierter ein Portfolio ist, desto konsequenter nachhaltig kann es sein. Je transparenter ein solches Portfolio nachvollziehbar ist, umso besser. Nachhaltige aktive Fonds sind aber oft intransparent und relativ teuer im Vergleich zu Indexfonds (aktive nachhaltige Fonds werden Vergleichs-ETFs wohl nur selten outperformen, siehe auch <http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/>). Sie nutzen ESG-Kriterien zudem oft nur als Zusatzkriterien.

Insgesamt kann man feststellen, dass auch konzentrierte „verantwortungsvolle“ Indizes attraktive Renditen bei vertretbaren Risiken und relativ geringen Abweichungen von traditionellen Benchmarks ermöglichen. Man sollte aber darauf achten, dass soziale und ökologische Kriterien nicht durch gute Governance oder Tracking Error Limits „überschrieben“ werden.

### **ESG-KRITIKER: GROÙE AKTIVE FONDSANBIETER IN DER DEFENSIVE (3-2020)**

ESG-Kritiker haben es schwerer: Im Herbst 2018 sprach noch niemand von Fridays for Future oder der EU Nachhaltigkeitstaxonomie. Zu dem Zeitpunkt gab es auch noch keine aktiv vermarkteten ESG-Fonds für Privatkunden von großen deutschen Anbietern und generell nur wenige aktiv vermarktete ESG Angebote für Privatanleger. Das hat sich inzwischen stark geändert.

Bei der Umsetzung gibt es aber sehr große Unterschiede. Vor allem große Anbieter und Investoren wehren sich gegen strenge ESG-Kriterien, weil das ihr Anlageuniversum zu sehr beschränken würde (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/>).

ESG-Kritiker sind aber nicht mehr so häufig zu hören wie noch vor einem Jahr. In der Fondsbranche waren ESG-Kritiker bis Ende 2018 gefühlt sogar klar in der Überzahl. Inzwischen ist ziemlich unstrittig, dass die Nutzung von Environmental-, Social- und Governancefaktoren für die Geldanlage eher vor- als nachteilhaft ist. Das gilt für Renditen und Risiken (siehe [hier](#)) und auch das Marketing (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/esg-paradox-einfach-zu-verkaufen-und-trotzdem-nicht-angeboten/>).

### **ESG-Kritiker: Tracking Error Vorgaben der Anleger sind das Problem**

GroÙe Geldanlageanbieter behaupten oft, dass man nur sehr wenige Großunternehmen aus Nachhaltigkeitsgründen aus ihren Portfolios ausschließen könne. Dazu werden mehrere Gründe aufgeführt, vor allem Benchmarkorientierung (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/esg->

[investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/](#)) und große Anlagevolumina. Auch große institutionelle Anleger wollen ebenfalls meist nur einen möglichst geringen Tracking Error zu traditionellen Benchmarks haben. Der große Fondsratingspezialist Morningstar hat prinzipiell aber nichts gegen Ausschlüsse (siehe [hier](#)).

Große Anleger und viele Fonds haben eine globale Anlageperspektive. Viele nutzen deshalb Benchmarks wie den MSCI Welt zur Orientierung. Solche Benchmarks enthalten meist zahlreiche „kritische“ Titel aus Nachhaltigkeitssicht.

Wenn Anleger davon nicht stark abweichen wollen, dürften sie aber eigentlich aus Kostengründen nur in möglichst günstige Indextrackern investieren. So würden sie ihr Geld den größten Unternehmen weltweit geben und am meisten den am höchsten bewerteten Unternehmen bzw. den Anleiheemittenten mit den höchsten Schulden.

Das ist nicht unbedingt sinnvoll. Ich schlage deshalb vor, streng „verantwortungsvolle“ Benchmarks als offizielle Portfoliobenchmarks zu nutzen (siehe <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/>). So würde das meiste Geld den nachhaltigsten Unternehmen zufließen. Das ist aber leider unrealistisch.

### **ESG-Kritiker: Performancedruck auf traditionelle aktive Fonds**

Aber andererseits weichen fast alle Geldanleger auch heute schon von traditionellen Indizes ab und entsprechend offerieren auch Fondsanbieter nicht nur passive und möglichst breite Indexfonds. In der Realität legen die meisten auch professionellen Anleger einen Großteil ihres Geldes in sogenannten aktiven Fonds an. Diese wollen Outperformance gerade durch Abweichungen von Indizes generieren.

Allerdings produzieren sie nur selten eine positive Outperformance. Aggregiert generieren solche Manager fast immer eine schlechtere Performance als passive Indizes.

### **ESG-Kritiker: Große Anbieter am stärksten bedroht?**

Viele, auch sogenannte „aktive“ Manager, vermeiden zu starke Abweichungen von traditionellen Indizes, weil sie Angst vor zu starker Underperformance haben. Das gilt für allem für Anbieter großer, etablierter Fonds. Außerdem müssen große Anbieter viel Geld anlegen und präferieren daher große, teilweise schon überbewertete Titel. Dafür verlangen sie oft hohe und für sie attraktive Managementgebühren.

Relativ hohe Gebühren für sogenannte „Index Hugger“ werden schon heute stark kritisiert. In Großbritannien laufen dazu sogar intensive offizielle Untersuchungen (siehe z.B. [hier](#) beim Evidence Based Investor Robin Powell) und in Norwegen wurde jüngst ein „aktiver“ Fondsanbieter zu Strafzahlungen verurteilt, weil er zu passiv war (s. [hier](#)).

### **ESG-Kritiker: Besser keine ESG-Standards?**

Wenn Großanleger bzw. große Fonds ihre Anlagen nachhaltiger anlegen wollen und trotzdem indexnah, könnten sie auf sogenannte nachhaltige Benchmarks umstellen.



Wenn alle Anleger ihr Geld gleichzeitig von den aktuellen Indexschergewichten abziehen würden und es in die selben nachhaltigen (kleineren) Zielunternehmen anlegen würden, wäre das aber wohl auch nicht unbedingt gut. Das Risiko sehe ich aber nicht, denn es gibt keine anerkannten Standards für Nachhaltigkeit bzw. entsprechende Indizes.

Wenn es einen anerkannten Nachhaltigkeitsstandard geben würde, würde viel Anlegergeld überwiegend in dieselben Unternehmen fließen. Ohne solche Standards wäre das Problem geringer. Vielleicht ist es also ganz gut, dass „verantwortungsvoll“ oder nachhaltig bisher nicht einheitlich definiert wird.

### **Daseinsberechtigung aktiver Fonds gefährdet?**

Professionelle Anbieter von Geldanlagen, also Fondsanbieter und andere Asset Manager sowie individuelle Vermögensverwalter, tun sich schwer damit, auf verantwortungsvolle Geldanlagen umzustellen. Sie haben oft langjährig und kostenintensiv aber letztendlich sehr profitabel Fonds entwickelt, mit denen Anleger angeblich etwas Besonders bekommen: Besonders viel Rendite, besonders niedrige Risiken oder einen besonderen Zugang zu speziellen Anlagesegmenten.

Ihre Anlagemodelle sind oft sehr „sensibel“. Wenn sie nur kleine Änderungen an ihren Anlageregeln vornehmen, z.B. ein zusätzliches Nachhaltigkeitskriterium einführen, könnten sich die Anlageportfolios oft erheblich verändern. Das (intern) zulässige Anlageuniversum würde im Zweifel kleiner werden und die Vergangenheitsergebnisse der Fonds wären nicht mehr aussagekräftig, was für Fonds mit guten vergangenen Ergebnissen wohl nachteilig wäre. Einige dieser Anbieter ignorieren oder wehren sich deshalb gegen Nachhaltigkeitsansätze oder wollen lasche Vorgaben, die zu möglichst wenigen Änderungen in ihren aktuellen Portfolios führen. So kann man aber keine ernsthaft verantwortungsvollen Portfolios aufbauen.

### **Pragmatischer Nachhaltigkeitstest**

Der erste einfache Nachhaltigkeitstest ist der Blick auf die Benchmark und die erlaubte Abweichung von dieser. Wenn eine sehr breite Benchmark genutzt wird, die Abweichung von dieser (Tracking Error oder Tracking Differenz genannt) nicht zu groß werden soll oder sich sehr viele Titel in einem Portfolio befinden, ist ein strenger Nachhaltigkeitsfokus selten.

Der zweite Test: Ich sehe mir das jeweilige Portfolio an. Wenn ich dort Bestandteile finde, die auf Ausschlusslisten stehen könnten, bin ich skeptisch, ob das Portfolio wirklich verantwortungsvoll ist. Das gilt zum Beispiel für Rüstungslieferanten, Ölkonzerne, traditionelle Energieversorger aber auch chinesische Konzerne oder „Datenkraken“. Dieser Test hat natürlich seine Grenzen, da ich meist nicht die aktuellen Zusammensetzungen der Fonds und auch nicht alle möglicherweise kritischen Unternehmen kenne.

Der dritte Test ist deshalb, die Anlagepolitik des Portfoliomanagers zu verstehen. Das gilt in diesem Zusammenhang natürlich vor allem für den Nachhaltigkeitsansatz (siehe <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-fuer-stiftungen-ein-tool-fuer-die-anlagepolitik/>).

Anhand der Indexselektion bzw. der Titelanzahl kann man auch nachhaltige ETFs vergleichen. So haben Socially Responsible Indizes (SRI) bzw. ETFs typischerweise weniger Wertpapiere im Index/Portfolio als vergleichbare ESG Indizes/ETFs (siehe [http://prof-](http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-fuer-stiftungen-ein-tool-fuer-die-anlagepolitik/)

[soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/](http://soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/)).

### **ESG-Kritiker: Greenwashingrisiko**

Wenn man sich die Nachhaltigkeitsaktivitäten großer Assetmanager ansieht, stellt man fest, dass zwar auf institutionelle Nachfrage hin Portfolios geändert wurden, für Privatanleger wird aber bisher kaum etwas gemacht. „Verantwortungsvolle“ Produktangebote sind oft nur minimal veränderte Standardfonds mit Maßnahmen, die bisherige Portfolios kaum ändern. Dazu gehören Ausschlüsse von Segmenten wie Streubomben, in die man sowieso nie investiert hat.

Dazu gehören aber auch Stimmrechtsausübungen und angebliches Engagement für nur wenige Portfoliobestandteile oder in Bezug auf wenige Punkte. Starke Veränderungen zum Besseren kann man deshalb bisher nur bei wenigen Unternehmen feststellen. Außerdem findet man einige Unterzeichner von Selbstverpflichtungen wie den UN PRI, die selbst bisher nur wenig nachhaltig sind (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/esg-enttaeuschung-kritik-an-asset-managern-und-taxonomie/>).

### **ESG-Kritiker: Kleine Nachhaltigkeitsspezialisten und große Indexanbieter als Gewinner**

Auf der Anbieterseite gibt es nur wenige „natürliche“ Gewinner strengerer Nachhaltigkeitsvorgaben. Das sind einerseits kleine Anbieter, die schon seit Längerem versuchen, konsequent für viele/alle ihrer Angebote auf Nachhaltigkeit zu setzen.

Außerdem könnten auch große Indexfondsanbieter gewinnen. Es ist zu erwarten, dass verantwortungsvolle Indizes künftig viel wichtiger werden (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/esg-indexzukunft-sehr-positiv/>). Wenn Anleger in großem Stil von traditionellen Indizes auf verantwortungsvolle Indizes umschichten, sollten Indexfondsanbieter davon profitieren, da sie solche Produkte wahrscheinlich zumindest anfangs relativ teuer verkaufen können.

Große Anbieter traditioneller aktiver Fonds werden es dagegen schwer haben, ihre Fonds auf streng nachhaltige Kriterien umzustellen und dabei ihre Anleger zu halten (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/haben-fondsanbieter-angst-vor-reportingtransparenz/>).

### **Gutes Potential für „Ökobanken“ und Risiken für traditionelle Banken**

Ähnliches gilt auch für Berater und Vermittler. Wer nicht frühzeitig und ernsthaft nachhaltige Angebote macht, wird es künftig schwer haben. Das spricht für starkes Wachstum für Anbieter wie die GLS, die Sozialbank und die Triodos Bank und gegen viele andere Banken und Vermögensverwalter, wenn sie sich nicht rechtzeitig umstellen.

## **DIRECT ESG INDEXING: DIE BESTE ESG INVESTMENTMÖGLICHKEIT AUCH FÜR PRIVATKUNDEN? (4-2019)**

Direct Indexing bedeutet typischerweise eine direkte Indexnachbildung ohne die Nutzung von „Verpackungen“ wie Investmentfonds oder strukturierten Produkten. Direct ESG Indexing ist neu.

## **Direct Indexing: Steuerliche Gründe in den USA**

In Bezug auf Privatkunden wurde Direct Indexing bisher vor allem für vermögende Anleger in den USA genutzt, um indexnahe und gleichzeitig steuereffiziente Portfolios zu generieren. Anleger sollen so von der niedrigeren Besteuerung langfristiger im Vergleich zu kurzfristigen Veräußerungsgewinnen profitieren (siehe z.B. [hier](#)).

Die technische Entwicklung ermöglicht eine relativ günstige Umsetzung auch für Indizes mit zahlreichen Positionen. So bietet Wealthfront, einer der größten unabhängigen Robo-Advisors, Direct Indexing inzwischen für Geldanlagen ab einhunderttausend Dollar an (siehe [hier](#)).

## **Deutschland: Eher Direct ESG Indexing erwartet**

In Deutschland gibt es keine besonders starken Argumente, um Direct Indexing aus steuerlichen Gründen zu nutzen (anders: [hier](#)). Aber es gibt Gründe für Direct ESG Indexing.

Passives beziehungsweise Indexinvesting gilt als attraktiv, weil es sogenannte aktive Portfoliomanager meist nicht schaffen, vergleichbare Indizes zu schlagen (siehe z.B. [hier](#)).

Neuerdings sind nicht nur institutionelle sondern auch Privatanleger stark an verantwortungsvollen Investments interessiert (siehe [hier](#)).

Seit ein paar Jahren gibt es Indizes, deren Bestandteile aufgrund von Umwelt-, sozialen und Unternehmensführungsaspekten ausgewählt werden. Passive Indexprodukte für Privatkunden werden meist ESG-ETFs (Environmental, Social, Governance-) oder SRI-ETFs (Socially Responsible Investment) genannt.

Einer der wesentlichen Kritikpunkte an solchen Indizes bzw. Produkten sind die jeweiligen Selektionskriterien, die stark nachhaltig orientierten Anlegern nicht streng genug sind (siehe [hier](#)).

Direct ESG Indexing ist ein neuer Ansatz, mit dem verantwortungsvolle Indizes (Taxonomie siehe z.B. [hier](#)) durch Ausschlüsse einzelner Positionen auf individuelle Verantwortlichkeitsverständnisse angepasst werden sollen (siehe [hier](#)).

## **Kosteneffizient durch Robo-Advisors und Self-Indexing**

Durch günstige neue technische Möglichkeiten, wie sie z.B. von Robo-Advisors genutzt werden und zunehmend mehr deutsche Depotbanken, die auch Aktienbruchstücke effizient abwickeln können, hat Direct Indexing auch für „Normalanleger“ Potential.

Anleger dürfen kommerzielle Indizes jedoch nicht ohne Weiteres nachbilden. Selbst große ETF-Anbieter bemängeln, dass Lizenzkosten von Indizes, speziell die von verantwortungsvollen Indizes, hoch sein können.

Hohe Kosten für teure Lizenzen können durch die Nutzung eigener ESG-Indizes (Self-Indexing) vermieden werden. Self-Indexing für verantwortungsvolle Indizes ist einfach und sogar wichtiger als für traditionelle Indizes. Ein ESG-Index ist schnell erstellt: So kann man z.B. die nach ESG-Kriterien besten 30 deutschen börsennotierten Aktien gleichgewichten und

als Index bezeichnen (siehe z.B. [hier](#)). Self-ESG-Indexing ist auch wichtig, weil es zwar sehr viele traditionelle aber nur relativ wenige verantwortungsvolle Indizes gibt.

Eigenentwickelte ESG-Indizes sollten auch einfacher zu vermarkten sein als eigenentwickelte traditionelle Indizes, weil sich noch keine Marktstandards für verantwortungsvolle Indizes etabliert haben.

### **Strengere und individuellere ESG-Portfolios darstellbar**

Direct ESG Indexing steht damit im Wettbewerb zu ESG- bzw. SRI-ETFs aber auch zu individuellen ESG/SRI-Vermögensverwaltungen. Der Unterschied zu Letzteren ist die Investmentphilosophie, also typischerweise die transparente Regelgebundenheit und die weitgehende Unabhängigkeit von diskretionären Entscheidungen, Prognosen und Optimierungsmodellen (siehe [hier](#)).

Erstaunlich ist, dass ich bisher weder in den USA noch im deutschsprachigen Bereich Direct ESG Indexangebote finden konnte. Ich helfe gerne dabei, solche Angebote zu entwickeln.

### **DIVIDENDENPORTFOLIOS SIND IMMER (NOCH) SINNVOLL (5-2017)**

Dividendenportfolios werden seit einiger Zeit stark nachgefragt. Vielleicht sind dividendenstarke Aktien sogar schon überwertet. Trotzdem werden sie in diesen Zeiten sehr niedriger Anleiherenditen weiter von Anlegern gekauft, die regelmäßige Einnahmen haben möchten.

Ich mag Dividendenaktien, weil ich langfristig positiv für Aktien eingestellt bin, aber vor allem, weil dividendenorientierte Unternehmen meist eine gute Unternehmensführung haben. Unternehmen mit guter Unternehmensführung bzw. Governance müssen Gewinne an ihre Anteilseigner ausschütten, wenn sie keine besseren internen Nutzungsmöglichkeiten haben. Und gute Governance ist aus Rendite- bzw. Risikogesichtspunkte attraktiv, wie in zahlreichen Studien festgestellt wurde.

Außerdem gefällt mir, dass dividendenstarke Unternehmen oft konservativ sind. „Konservativ“ bedeutet typischerweise weniger Verlustrisiko und die sogenannte Low Risk Anomalie besagt, dass Aktien mit geringen Risiken sogar bessere Renditen einbringen können. Trotzdem kommt es häufig vor, dass sogenannte Wachstums- bzw. „Tech“-Unternehmen, die typischerweise keine oder nur geringe Dividenden zahlen, höher bewertet werden als dividendenstarke Unternehmen.

Auf Nachfrage einiger Interessenten haben wir Ende 2016 ein Dividenden-Portfolio entwickelt. Wie für alle anderen Portfolios haben wir dafür zunächst Regeln definiert. ETFs sind unsere präferierte Anlageform für diversifizierte Portfolios, weil sie selbst regelgebunden und jederzeit komplett transparent sind. Außerdem halten wir Prognosen für sehr schwierig und ETFs sind typischerweise prognosefrei. Die niedrigen Kosten von ETFs sind natürlich auch wichtig.

Aus diesen Gründen nutzen wir keine aktiven Investmentfonds, es sei denn, das wird von unseren Kunden gewünscht. Andererseits benötigen wir als „most-passive“ Langfristanleger keinen Intraday-Handel und damit auch keine Börsennotiz von Fonds. Wir könnten deshalb auch passive traditionelle Investmentfonds nutzen. Aber es gibt in Deutschland nicht viele passive Dividendenfonds, die niedrige Mindestanlagen haben und Privatkunden angeboten werden.

Für das Equity Income (DW) ETF-Portfolio nutzen wir daher nur sogenannte Dividendenorientierte ETFs. Das wichtigste Selektionskriterium ist dabei ein überzeugendes ETF-Konzept. Für unsere „most passive“ Weltmarktportfolios verwenden wir kapitalgewichtete ETFs. Für andere Portfolios bevorzugen wir aus Renditegründen allerdings andere Gewichtungsmethoden (s.a. [Smart Beta bedroht vor allem Single-Assetklassen Portfoliomanager](#))<sup>160</sup>. Eine Dividendengewichtung, wie sie von Wisdom Tree genutzt wird, ist sehr sinnvoll für Dividenden ETFs.

Bei dem Portfolio berücksichtigen wir konzeptionell auch den großen Anteil nichtbörsennotierter Unternehmensbeteiligungen, indem diese dem Small Cap Aktienanteil zugerechnet werden. Und Wisdom Tree bietet eine breite Palette von Small Cap Dividenden ETFs an.

Natürlich spielen auch niedrige Kosten eine Rolle bei der ETF-Selektion. Das Alter, das Volumen oder die Liquidität von ETFs sind dagegen nicht so wichtig für uns, weil wir unsere Portfolios sehr passiv sind und mit wenigen Rebalanzierungen und wenig Handelsaktivitäten auskommen.

Durch die relativ lange Historie der Dividenden-Indizes von Wisdom Tree konnten wir aussagekräftige Rückrechnungen des Portfolios durchzuführen. Wir haben nur das ursprünglich für das Portfolio entwickelte Konzept zurückgerechnet und keine Varianten davon gerechnet, also keine Rückrechnungs-„Optimierung“ betrieben. Die Rückrechnung hat eine sehr attraktive Performance gezeigt. Auch seit dem Start des Portfolios zu Jahresbeginn ist die Rendite sehr ansprechend.

Ab sofort ist das Equity Income (DW) ETF-Portfolio auch über die Plattform von United Signals ([www.united-signals.com](http://www.united-signals.com)) automatisiert umsetzbar. Zusätzlich können individuelle Risikobegrenzungen umgesetzt werden.

Hinweis: Dieser Beitrag ist im April 2017 in ähnlicher Form zuerst auf einem Blog von Wisdom Tree erschienen.

## MORNINGSTAR-EXPERTE EMPFIEHLT GEBÜHRESENKUNGEN, KONZENTRIERTES SMART-BETA UND SOLUTION-FONDS (11-2016)

John Rekenhaller ist ein sehr anerkannter Fondsexperte von Morningstar USA. Er schreibt: „Indexfunds have won. ...index funds now account for more than 100% of the industry's net

---

<sup>160</sup> <http://prof-soehnholz.com/smart-beta-gefahr-single-assetklassen-portfoliomanager-investmentfonds/>

sales.“<sup>161</sup> Er schlägt aktiven Fondsmanagern drei glaubwürdige Reaktionen vor: Gebührensenkungen, Smart-Beta Angebote und Solution-Fonds.

Discounting, also Gebührensenkungen, empfiehlt Rekenhtaler allen aktiven Manager, allerdings nicht als alleinige Strategie. Eine solche alleinige Discount-Strategie sei allenfalls für sehr wenige sehr große Assetmanager angebracht. Die zweite Empfehlung besteht in einem kompletten Verzicht auf „Stock-Picking“, also auf eine diskretionäre Aktienselektion. Statt Stock Picking rät Rekenhtaler aktiven Fondsmanagern zu „Targeted Strategic Beta“ bzw. Smart-Beta Angeboten. Um sich von Indexanbietern abzuheben, die meist möglichst breite Indizes anbieten wollen, empfiehlt Rekenhtaler die Konzentration auf nur wenige Aktien. Der dritte Weg ist das Angebot von „solution funds — examples being target-date funds, managed-payout funds, global-allocation funds, and targeted-income funds.“

Solche „Solutions“ sieht Rekenhtaler als aktiv gemanagt an, auch wenn sie Indexbestandteile enthalten. Das begründet er wie folgt: „The very act of creating the solution is an act of active investment management“ und „the pieces are assembled and monitored through active decisions.“

Ich denke, dass die Überlegungen von Rekenhtaler grundsätzlich auch für deutsche Fondsmanager gelten können. Kostensenkungen sehe ich in Anbetracht der ETF Konkurrenz ebenfalls als nötig aber nicht hinreichend an. Smart-Beta Strategien, auch konzentrierte, erwarte ich aber eher von ETF Managern. Und Solutions werden eher als individuelle Angebote von klassischen Vermögensverwaltern oder sogar Robo-Advisors kommen und nicht als standardisierte Fonds. Dazu hier einige Überlegungen:

Robo-Advisors sind nach ihrer Definition voll automatisierte Online-Berater. In der Realität sind Robo-Advisors aber auch (Multi-)Asset Manager, denn sie entwickeln eigene Anlagevorschläge bzw. Anlageportfolios und stehen damit in Konkurrenz zu aktiven Fondsanbietern bzw. Portfoliomanagern. Die meisten Robo-Advisors beschränken sich zwar derzeit noch auf ETF-Portfolios, aber einige haben auch aktive Fonds oder Portfolios aus einzelnen Wertpapieren im Angebot. Da Asset Management besonders profitabel ist<sup>162</sup>, ergeben sich vielfältige Chancen für neue Anbieter und Risiken durch Konkurrenz für etablierte Anbieter.

Viele der Robo-Advisors sind allerdings eher mit Fondsvermittlern zu vergleichen. Aktuell stehen sie damit nicht nur in Konkurrenz zu Vermögensberatern sondern auch zu traditionellen Fondsvermittlern, Dachfondsmanagern und zu traditionellen Vermögensverwaltern.

---

<sup>161</sup> John Rekenhtaler im Rekenhtaler Report von Morningstar vom 21.10.2016: „Where active management is headed“.

<sup>162</sup> s. Boston Consulting Group: Global Asset Management 2016: Doubling Down on Data, Juli 2016, S 5

## MUSTERPORTFOLIOS VON PROFIS KÖNNEN SEHR ATTRAKTIV SEIN (9-2014)

Der Sinn eines Musterportfolios ist es zu prüfen, ob etwas funktioniert oder zu zeigen, dass etwas funktioniert. In Deutschland kann man schon lange z.B. bei onvista und auf anderen Plattformen Portfolios zusammenstellen um sie zu testen, ohne dass man gleich die entsprechenden Wertpapiere kaufen muss. In den USA kann man solche Portfolios über die Plattform Covestor bereits seit einigen Jahren auch anderen Anlegern zeigen. Man kann dabei sogar mit Musterportfolios verdienen, wenn man „Follower“ findet, die diese Portfolios kopieren. In Deutschland verfolgt United Signals eine ähnliche Strategie. Und über Wikifolio kann man Zertifikate initiieren, über die andere Anleger an privaten Portfolios partizipieren können und mit denen Initiatoren Geld verdienen können.

Diese Plattformen stehen auch professionellen Assetmanagern bzw. Vermögensverwaltern offen. Es kann sinnvoll für diese sein, Musterportfolios zu testen und diese auch öffentlich zugänglich zu machen. Dafür gibt es einige Gründe: Bisher haben das aber nur einige bekannte Profis gemacht. Der Aufwand, ein professionelles Musterportfolio zu pflegen ist fast so hoch, wie einen echten Fonds zu managen. Wenn das Musterportfolio bessere Ergebnisse zeigt als ein vergleichbarer eigener Investmentfonds hat man Angst vor Kritik von Anlegern des Fonds. Manche befürchten auch „Kannibalismus“, also dass Geld aus den Fonds zugunsten der gespiegelten oder nachgebauten Musterportfolios abgezogen wird. Außerdem scheuen manche Anbieter die Transparenz von Musterportfolios, denn Wettbewerber könnten sich etwas von den Musterportfolios abgucken.

Bei genauerer Prüfung spricht aber Einiges für Musterportfolios von Profis. Erstens gibt es oft nicht genug sogenanntes Seedmoney, um einen Fonds zu starten. Zweitens kann man meist nicht alle Ideen in „seinem“ regulierten Fonds umsetzen. Veritas Investment hat zum Beispiel ein Aktienselektionsmodell, das eigenen Untersuchungen zufolge in fast allen Märkten zu funktionieren scheint. Angeboten werden aber nur drei direkte Aktienfonds. Mit einem Musterportfolio kann man das Modell transparent auf weitere Märkte anwenden. Wenn das wie erwartet funktioniert, hat man einen nachprüfbaren Track-Record, auf dem man aufbauen kann. Zudem kann man komplett neue Ideen live bzw. Out-of-Sample testen und deren Tauglichkeit oder Probleme damit transparent machen. Wenn Musterportfolios gut laufen, wirbt man damit für sich selbst und auch für vergleichbare „echte“ Produkte, die man anbietet, das kann sich also auch finanziell lohnen. Wenn Musterportfolios schlecht laufen, sind zumindest die Kosten der Einstellung eines Musterportfolios wesentlich geringer als bei echten Fonds.

Angst vor Kopierern kann relativiert werden: Andere Profis können es sich kaum leisten, fremde Ideen offensichtlich zu kopieren, denn die Reputationsschäden bei der Entdeckung der Kopie wären sehr hoch. Und Nicht-Profis sollten Profis, die sie kopieren, kaum schaden können.

Die Musterportfolio- bzw. Social-Trading-Plattformen unterscheiden sich zum Teil erheblich in Bezug auf Geschäftsmodelle, Risikomanagementfähigkeiten und Transparenz. Aus Anlegersicht wird durch solche Plattformen das Produktangebot erhöht. Bei tausenden existierender Finanzprodukte ist das aber kein hinreichender Grund für ihre Daseinsberechtigung. Die Plattformen müssen sich daher durch günstigere Gebühren oder andere Faktoren differenzieren, zum Beispiel eine besonders hohe Transparenz.

Bisher haben die deutschen Plattformen offenbar erst weniger Nutzer. Aber wahrscheinlich gehören die Nutzer zu den Meinungsführern. Wenn es gelingt, renommierte und gute Anlageexperten zum Mitmachen auf den Plattformen zu bringen, kann das erfolgreich werden.

## MIT MODELLPORTFOLIOS KANN MAN SEHR VIEL GELD VERDIENEN (3-2018)

Wenn man in Deutschland von Modell- oder Musterportfolios spricht, denkt man wohl meistens an die kostenlosen Wertpapierlisten, die in der Finanzpresse veröffentlicht werden. Der US Markt für Modellportfolios ist dagegen professionell, sehr groß und sehr profitabel. Inzwischen gibt es sogar spezialisierte Modellportfolioplatattformen. Genaue Zahlen zum Modellportfoliomarkt habe ich zwar nicht gefunden, aber es gibt einige gute Indikationen dafür, dass Modellportfolios für Anbieter sehr attraktiv sind und wichtiger werden.

### Beispiel Turnkey Asset Management Programs (TAMPs)

In den USA werden Modellportfolios bisher unter anderem von sogenannten TAMPs (Turnkey Asset Management Programs) genutzt. TAMPs werden von Vermögensberatern verwendet. Aus Überzeugung und aus Effizienzgründen werden dabei mehreren Anlegern oft dieselben (Modell)Portfolios angeboten. Die Modellportfolios werden von den Beratern selbst gebildet oder kommen von professionellen Investmentmanagern. Die Umsetzung erfolgt weitgehend automatisch mit Hilfe von Handels- und Rebalanzierungssoftware (zu unterschiedlichen Ausprägungen und Parteien siehe z.B. [Modellportfolios von Morningstar](#))<sup>163</sup>.

### Sehr großes Marktvolumen von Modellportfolios

Das meiste von Vermögensberater in den USA betreute Anlagevolumen wird von diesen selbst gemanagt bzw. „beraten“ (ca. 1750 Mrd. USD). Über Investmentfonds wird ebenfalls sehr viel Volumen gemanagt (ca. 1100 Mrd. USD). TAMPs liegen vom Volumen her dazwischen (ca. 1350 Mrd. USD).

Sogenannte Unified Managed Accounts machen davon knapp 500 Mrd. USD. Davon werden wohl ca. 200 Mrd. USD mit Modellportfolios umgesetzt. Das meiste Volumen von TAMPs liegt in sogenannten Separate Managed Accounts (SMAs), die ebenfalls Modellportfolios nutzen können (Daten siehe Money Management Institute und Dover Financial Research siehe Daniel Verbrigghe, UMAs Steal the Spotlight as Wirehouses Streamline Platforms, fundfire, 10.9.2015).

20 bis 26% aller US Anlagenberater entwickeln individuelle Anlageportfolios und zu 74 bis 80% werden standardisierte (Modell-) Portfolios genutzt. Unabhängige Berater nutzen zu 2/3 selbsterstellte Modellportfolios, aber bisher nur 12% externe Modellportfolios. Angestellte Berater nutzen schon zu 27 bis 43% unternehmensexterne Modellportfolios (Cerrulli Studie s. Michael Trasher, Model portfolios on the rise, www.wealthmanagement.com, 3.11.2017).

---

<sup>163</sup> <https://medium.com/morningstar-office/morningstars-model-marketplace-32123cb1c524>



Wenn man diesen Anteil an externen Modellportfolios auf die 1750 Mrd. USD direkt betreute Anlagen und die 850 Mrd. USD in TAMPs, die keine UMAs sind hochrechnen würde, würde man - vor allem für interne aber auch für externe Modellportfolios -, ein außerordentlich hohes Modellportfoliovolumen erhalten.

### **Anbieter verlangen hohe Gebühren**

Morgan Stanley und Merrill Lynch sind die führenden Anbieter von TAMPs (s. Cerulli Associates in Verbrige, 2015). Modellportfolios für TAMPs und die Handelsplattformen selbst werden auch von Firmen wie Assetmark, Citi, Envestment und Morningstar angeboten (Wealthadvisor 2018).

Anleger müssen meist mindestens 250.000 USD in einen UMA anlegen (Wealthadvisor 2018, S. 16). Die Gebühren sind auch für modellbasierte TAMPs mit 1,5 bis 2,5% pro Jahr relativ hoch. Davon entfallen 0,75% bis 1,5% pro Jahr auf die Investmentmanagementgebühr (siehe Wealthadvisor: 2018 America's best TAMPs, Feb. 2018, S. 12). Modellportfolioanbieter verdienen daher offenbar mindestens so gut wie Investmentfondsanbieter. Trotzdem scheinen traditionelle Assetmanager nicht so gerne Modellportfolios anzubieten, vor allem weil sie um ihre intellektuelles Kapital aber auch um Einnahmen aus dem Handel fürchten (Wealthadvisor 2018, S. 23).

### **Modellportfolio-Plattformen von Banken, Softwarehäusern und ETF-Spezialisten**

Aufgrund der hohen Kosten gelten TAMPs in den USA aber nicht gerade als Wachstumssegment.

Es gibt in den USA aber inzwischen mehrere neue Modellportfoliomarktplätze, u.a. von TD Ameritrade, Orion Advisor Services, Riskalyze, Oranj und Morningstar. Wells Fargo und Merrill Lynch haben für ihre jeweils etwa 15.000 Berater inzwischen über einhundert Musterportfolios im Angebot. Von Merrill Lynch ist bekannt, das heute bereits 40% aller Kunden damit erreicht werden und dass das Angebot weiter ausgebaut wird (Michael Trasher, Model portfolios on the rise, www.wealthmanagement.com, 3.11.2017).

Der in den USA sehr bekannte Finanzexperte Michael Kitces sieht diese Modellportfoliomarktplätze (für Berater) neben Robo-Advisors (für Selbstbediener) als Wachstumssegment an. Die Anlageberater können sich so auf die individuelle Kundenberatung konzentrieren, Anlageprofis liefern die Musterportfolios und die Implementierung der Portfolios erfolgt weitgehend automatisiert (siehe auch [Blog-Beitrag<sup>164</sup>](#) und [Blog-Beitrag<sup>165</sup>](#) auf www.prof-soehnholz.com).

Am aktivsten sieht Kitces dabei ETF-Anbieter an, die sich zusätzlich zu ihren relativ niedrigen ETF-Gebühren so Modellportfoliogeühren verdienen können. Als Beleg für diese These werden mehrere Akquisitionen von Robo Advisor Plattform bzw. Softwareanbietern aufgeführt

---

<sup>164</sup> <http://prof-soehnholz.com/vermoegensverwalter-koennen-mit-robo-support-sehr-stark-wachsen/>

<sup>165</sup> <http://prof-soehnholz.com/berater-finden-robo-advice-gut/>

(siehe Michel Kitces, The Unbundling Of The TAMP And The Rise Of The Model Marketplace“, 27.2.2017).

## **Modellportfolioplattformen gibt es auch in UK**

Die britische Finanzaufsicht FCA hat 20 Modellportfolioplattformen identifiziert, von denen 14 ausschließlich solche Portfolios anbieten während 6 zusätzlich auch Multi-Manager Fonds offerieren (s. Valentina Romero, FCA to review model portfolios in platform probe, www.moneymarketing.co.uk, 17.7.2017).

Und in Deutschland tut sich diesbezüglich nichts (siehe auch [Blog-Beitrag](#)<sup>166</sup>)? Anbieter mit Profi-Modellportfolios wie United Signals scheinen bisher jedenfalls noch nicht sehr viele Anleger anzuziehen und eine andere unabhängige professionelle Modellportfolioplattform für Anlageberater ist mir nicht bekannt.

## **MODELLPORTFOLIOS IN GROSSBRITANNIEN: EIN SEHR GROßER, WACHSENDER UND PROFITABLER MARKT (3-2018)**

Mein vorheriger Beitrag hieß: [„Mit Modellportfolios kann man sehr viel Geld verdienen“](#)<sup>167</sup>. Der Beitrag bezieht sich auf die USA. Großbritannien hat aber mehr Erfahrung mit solchen Plattformen.

## **20 Modellportfolioplattformen**

Zu Großbritannien hatte ich nur Folgendes geschrieben: „Die britische Finanzaufsicht FCA hat 20 Modellportfolioplattformen identifiziert, von denen 14 ausschließlich Modellportfolios anbieten während 6 zusätzlich auch Multi-Manager Fonds offerieren (s. Valentina Romero, FCA to review model portfolios in platform probe, www.moneymarketing.co.uk, 17.7.2017).“

Das hat mich neugierig auf den britischen Modellportfoliomarkt gemacht. Weitere Recherchen haben interessante Ergebnisse gebracht: Der UK Modellportfoliomarkt ist erheblich älter als der US Markt, riesig und wächst sehr stark. Auch die möglichen Verdienstmargen sind für Anbieter sehr attraktiv. Hier sind die Ergebnisse der kurzen Recherche:

## **Riesiges und stark wachsendes Plattformgeschäft**

Der sogenannte Finanz-Retailmarkt des United Kingdom hat ungefähr ein Volumen von 889 Milliarden Pfund, also ca. 1000 Milliarden Euro (diese und die weiteren hier genannten Zahlen beziehen sich auf das Jahr 2016 und stammen von der britischen Aufsichtsbehörde Financial Conduct Authority (FCA): Investment Platforms Market Study Terms of Reference, Juli 2017, vor allem S. 15, bzw. aus den dort genannten Quellen).

---

<sup>166</sup> <http://prof-soehnholz.com/investment-fonds-musterportfolios-profis- robo- advisor/>

<sup>167</sup> <http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/>

Für knapp über 600 Mrd. Pfund werden Anlageberater genutzt. Seit der Finanzkrise in 2008 bzw. dem Verbot der Zahlung von Vertriebsprovisionen zu Anfang 2013 wächst vor allem das Plattformgeschäft sehr stark (S. 3 und S. 20). Inzwischen werden etwa 80% des gesamten Retailgeschäftes über Plattformen abgewickelt (FCA S. 3 und 15). Dabei sind einkommensstarke und vermögende Anleger offenbar besonders aufgeschlossen für die Nutzung von Plattformen.

### **Anbieter sind Unabhängige, Versicherungen und Banken**

Die größten Plattformanbieter sind unabhängig von anderen Finanzdienstleistern und in Deutschland nicht präsent. Plattformen für Berater werden vor allem von Versicherungen wie Aviva, Aegon, Zurich, Old Mutual, Standard Life angeboten und Selbstbedienungsplattformen vor allem von Banken wie Barclays und HSBC aber auch von Fidelity (S. 7). Sechs der zehn größten Plattformanbieter verfügen über eigene Asset Manager (S. 7).

Plattformen bieten klassische Investmentfonds, ETFs, Multi-Manager bzw. Dachfonds und Modellportfolios an. Die Angebote werden vom Plattformanbieter bestimmt. Offenbar sind meist um die einhundert unterschiedliche Assetmanager auf einer Plattform vertreten.

### **Großer Anteil von Modellportfolios**

Modellportfolios haben bei den Anlegern, die Berater nutzen, einen Anteil von 38%. Selbstberater nutzen zu 24% Modellportfolios (S. 23). Modellportfolios bestehen offenbar ausschließlich aus Fonds und nicht aus einzelnen Wertpapieren (S. 5). Insgesamt nutzen ungefähr genauso viele Anleger Modellportfolios wie Multi-Asset Fonds, die in Deutschland besonders populär sind.

Aufgrund der großen Bedeutung von Plattformen führt die britische Aufsicht gerade eine Studie durch, deren Ergebnisse Mitte 2018 veröffentlicht werden sollen. Wahrscheinlich kann man dieser Studie entnehmen, ob und falls ja welche Lehren es für Deutschland geben kann.

Der Asset Management Report der britischen Aufsicht (Financial Conduct Authority (FCA): Final Report Asset Management Market Study, Juni 2017) hatte interessante Erkenntnisse gebracht:

### **Anbieter verdienen viel Geld mit aktiven Fonds**

Obwohl die britische Assetmanagementbranche die zweitgrößte der Welt ist (S. 3), mehr als 100 Milliarden Anlagevolumen "aktiver" Fonds „sehr nah am Index gemanagt werden“ (S. 5) und die Gebühren für passive Fonds seit 2009 relativ stark gesunken sind (S. 35/36), gibt es kaum Preiswettbewerb zwischen aktiven Fondsanbietern (S. 4). Selbst institutionelle Anleger scheinen kaum preissensibel zu sein, wie die Sorge der Aufsicht in Bezug auf den als sehr gering wahrgenommenen Wettbewerb bei institutionellen Consultants zeigt (S. 5).

Das zeigen auch die Modellportfoliogeühren: Wie mit TAMPs in den USA (s. vorheriger [Blogbeitrag](#))<sup>168</sup> kann man auch in Großbritannien gut damit verdienen. Die Nutzung der Modellportfolios der Plattformen kostet zwischen 0,6% und 1,6% pro Jahr. Dazu kommen noch Nutzungsgebühren für die Plattformen von meist 0,25% bis 0,45% pro Jahr (siehe „How to find the cheapest DIY model portfolios or online wealth manager“, in [www.Thisismoney.com](http://www.Thisismoney.com), 19.5.2016). Und Kosten für Berater, sofern welche genutzt werden, müssen noch dazu gerechnet werden.

### **Günstige deutsche Plattformen könnten interessant sein**

So teure Musterportfolioplattformen brauchen wir in Deutschland nicht. Da kann man gleich teure aktive Fonds kaufen.

Günstige Portfolios von ETFs und anderen Indexfonds oder auch Portfolios aus einzelnen Wertpapieren, die man über Berater und Plattformen kaufen kann, könnten aber auch für deutsche Anleger interessant sein. Solche Plattformen hätten ein wesentlich breiteres Angebot als Robo-Advisors und könnten Beratern und Anlegern sehr viel Transparenz liefern. Die vollautomatische Umsetzung solcher Portfolios bei günstigen Depotbanken könnte für viele Selbstentscheider attraktiv sein.

Berater könnten sich so auf die Finanzplanung und individuelle Beratung konzentrieren und das Portfoliomanagement, mit dem sowieso kaum Outperformance generiert werden kann, an Modellportfoliostrategen delegieren.

### **MUSTERPORTFOLIOS HABEN VORTEILE GEGENÜBER FONDS (3-2018)**

Vermögensverwalter, Anlageberater und Banken sind normalerweise keine großen Anhänger von Muster- bzw. Modellportfolios (s.a. Musterportfolios<sup>169</sup>). Die meisten verkaufen lieber Investmentfonds und andere Produkte. Selbst ETFs, die kostengünstigen passiven Fonds, werden Anlegern bisher selten aktiv angeboten.

Auch die Finanzpresse scheint Musterportfolios nicht sehr zu schätzen. Dabei werden solche Musterportfolios in den Fachmedien oft sogar kostenlos angeboten. Vielleicht wird angenommen: Was nichts kostet, kann auch nichts taugen. Musterportfolio ist aber nicht gleich Musterportfolio. Interessant: In den USA (s. [Blogbeitrag](#)<sup>170</sup>) und UK (s. [Blogbeitrag](#)<sup>171</sup>) kann man mit Musterportfolios viel Geld verdienen.

### **Musterportfolios können kostengünstig angeboten werden**

---

<sup>168</sup> <http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/>

<sup>169</sup> <http://prof-soehnholz.com/investment-fonds-musterportfolios-profis- robo- advisor/>

<sup>170</sup> <http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/>

<sup>171</sup> <http://prof-soehnholz.com/modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt/>

Anbei der Versuch einer halbwegs objektiven Betrachtung (meine Firma Diversifikator bietet Musterportfolios an) verschiedener Arten von Musterportfolios.

Das Wichtigste zuerst: Musterportfolios können besonders kostengünstig angeboten werden. Und niedrige Kosten sind der wichtigste Faktor, um attraktive Renditen zu erreichen. Alleine schon deshalb sollte man sie ernst nehmen.

Zusammenfassung der Vor- und Nachteile, die im Folgenden näher begründet werden.

#### **Vorteile:**

- Günstig (Nachfragesicht)
- Hoher Datenschutz (Nachfragesicht)
- Keine bzw. geringe Regulierung (Anbietersicht)

#### **Nachteile:**

- Implementierungsaufwand (für "Selbstbediener")
- Geringe Haftung der Anbieter (Nachfragesicht)
- Vermeintlich geringe Verdienstmöglichkeiten (Anbietersicht)
- Kontrollverlust (Anbietersicht)
- Asset Allokation, Titelselektion, Risikomanagement und Umsetzung erforderlich

Den Prozess der Bildung und Umsetzung von Musterportfolios, Investmentfonds oder auch kundenindividuellen Managed Accounts (MA) kann man in vier wesentliche Elemente aufteilen: Asset Allokation auf unterschiedliche Anlageklassen, Fonds- bzw. Titelselektion, Risikomanagement und Umsetzung bzw. Handel.

Aus Kundensicht gibt es die folgenden Umsetzungsmöglichkeiten von Musterportfolios: Selbstverwaltung, individuelle Vermögensverwaltung und standardisierte Vermögensverwaltung jeweils mit oder ohne Beratung.

#### **Anbieter: Vermögensverwalter, Anlageberater, Depotbanken und andere**

Als Anbieter von Musterportfolios kommen vor allem Vermögensverwalter, vor allem passive Spezialisten wie ETF-Anbieter, aber auch Robo Advisors, Depotbanken, Anlageberater und Vermittler und auch (Finanz-)Medien in Frage.

Während Robo Advisors, die provisionsfreie ETFs einsetzen, an den Musterportfolios verdienen müssen, können ETF-Anbieter, Depotbanken und Medien ihre Portfolios "kostenlos" anbieten: ETF-Anbieter können mit ihren ETFs verdienen, Depotbanken mit den Handelstransaktionen und Medien nutzen Musterportfolios zum Kompetenzbeweis und wollen damit mehr Leser akquirieren, von denen sie indirekt über Werbung profitieren.

Klassische (aktive) Vermögensverwalter werden Musterportfolios kaum kostenfrei anbieten, weil sie ihren kostenpflichtigen Angeboten sonst zu viel Konkurrenz machen. Anlageberater und Vermittler wiederum, die durch Provisionen von Fondsanbietern oder direkt vom Anleger bezahlt werden, können Musterportfolios kostenlos bzw. kostengünstig anbieten.

Die Breakeven-Schwellen für „aktive“ kostenpflichtige Musterportfolios liegen für Anleger über zehntausend Euro

Zwischen einem Multi-Asset-Fonds mit aktivem Risikomanagement und einem Multi-Asset Musterportfolio mit Nutzung von Risikomanagement ist ein sinnvoller Vergleich möglich. Als Beispiel für letzteres kann z.B. das ESG ETF-Portfolio Trend von Diversifikator genutzt werden. Das Portfolio umfasst fünf bis sechs ETFs und wird regelmäßig ein Mal pro Jahr überprüft und „rebalanziert“. Das führt zu fünf bis sechs „Trades“ pro Jahr. Für das laufende Risikomanagement werden einfache Trendfolgesignale genutzt (s.a. einfaches Risikomanagement<sup>172</sup>). In der Rückrechnung ab 2008 wurden dafür jeweils 12 Trades pro Jahr vorgenommen. Die Verluste des Portfolios waren geringer und die risikoadjustierte Rendite war ähnlich wie beim ESG ETF-Portfolio ohne Trendfolge.

17 Trades mit angenommenen Kosten von 6 Euro pro Trade ergeben Handelskosten von ca. 100 Euro pro Jahr. Bei einer Anlage von 10.000 Euro ergibt das 1% an reinen Handelskosten. Hinzu kommen die Kosten für die Nutzung des Musterportfolios, die bei Diversifikator 1,19% inklusive Umsatzsteuer betragen. Davon gehen 75% an den Berater bzw. Vermittler des Musterportfolios. Dazu kommen noch die Kosten für die ETFs, die bei ca. 0,33% pro Jahr liegen. 2,52% pro Jahr (1%+1,19%+0,33%) liegen etwa auf der Höhe von aktiv gemanagten Multi-Asset (ETF-)Dachfonds. Bei höheren Anlagesummen ist es für den Anleger finanziell attraktiver, ein Musterportfolio zu nutzen als einen aktiv gemanagten (ETF-)Dachfonds.

Dabei sind aber keine Opportunitätskosten berücksichtigt: Wenn der Anleger das ESG ETF-Portfolio bei einem Vermögensverwalter kauft, führt der Verwalter die Trades für den Anleger durch. Wenn er das Musterportfolio aber von einem Berater oder Vermittler kauft, muss es der Anleger selbst umsetzen und entsprechend Zeit für die Trades investieren. Bei 17 Trades pro Jahr ist der Zeitaufwand aber relativ gering.

Aber es gibt auch ETF-Dachfonds oder andere risikogemanagte Multi-Assetfonds, die Gesamtkosten unter 2,52% p.a. aufweisen. Vor allem aber gibt es Robo Advisors, deren Kosten erheblich unter diesen 2,52% liegen. Dabei ist aber zu bedenken, dass in den oben genannten 2,52% auch 0,75% Vertriebs- bzw. Beratungsprovision enthalten sind, die bei Robo Advisors nicht beinhaltet ist. Trotzdem liegen 1,77% (2,52% - 0,75%) noch erheblich oberhalb der Gebühren von Robo Advisors, die bei den bankunabhängigen Robos in Deutschland im Schnitt bei ca. 0,75 bis 1% liegen.

Bei "passiven" Musterportfolios liegen die Break-Even Schwellen jedoch erheblich niedriger. So kommt das ESG ETF-Portfolio ohne Trendfolge auf 6 Trades pro Jahr, also 36 Euro. Bei einem Anlagevolumen von zehntausend Euro sind das 0,36% pro Jahr. Hinzu kommen die Kosten für die ETFs von ca. 0,33% pro Jahr und die Gebühren für Diversifikator von 1,19 %

---

<sup>172</sup> <http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/>

pro Jahr, also insgesamt 1,88% inklusive der 0,75% für Berater/Vermittler. Ohne Beraterkosten liegen die Gebühren bei einem Anlagevolumen von zehntausend EUR etwa auf Höhe der Robo-Advisors. Mit zunehmendem Anlagevolumen reduzieren sich die relativen Tradingkosten aber sehr schnell.

Ein sich permanent änderndes Musterportfolio mit vielen einzelnen Wertpapieren kann von Anlegern meist nicht mit wenig Zeit- und Kostenaufwand umgesetzt werden. "Aktive" Portfolios sind daher für Selbstbediener nur schlecht als Musterportfolios geeignet. Passive Musterportfolios mit wenigen Positionen bzw. Handelsaktivitäten können aber attraktiv sein.

### **Die Erstellung und Pflege von Musterportfolios kann für Anbieter sehr aufwändig sein**

Je nachdem, welche Elemente man kombiniert, gibt es unterschiedliche Vorteile und Nachteile für Anbieter und Nachfrager von Musterportfolios. Dabei ist ein statisches Musterportfolio deutscher Aktien, wie sie vor allem in der deutschen Finanzpresse angeboten werden, kaum mit einem aktiv gemanagten globalen Multi-Asset Portfolio vergleichbar. Ein Portfolio aus zwei ETFs mit jeweils 50% Allokation, das einmal pro Jahr wieder auf das Ausgangsgewicht gebracht wird, kann offensichtlich relativ günstig erstellt werden. Eine umfassende und überzeugende Allokation auf verschiedene Anlageklassen und mit Nutzung der besten Investmentfonds, die auf umfassenden Analysen beruht, kann dagegen sehr aufwändig sein. Das gilt insbesondere auch dann, wenn regelmäßige Überwachung für ein „aktives“ Risikomanagement erforderlich ist.

Besonders aufwändig für Anbieter wird es, wenn Portfolios aus zahlreichen einzelnen Wertpapieren gebildet werden, also nicht nur aus ETFs sondern aus Aktien und Anleihen. So liegt den ESG Portfolios von Diversifikator umfassendes und entsprechend teures ESG-Research zugrunde.

### **Entwicklung von Musterportfolios: Einfache Regeln versus Data Mining**

Auf Basis einer systematischen - eventuell noch "maschinell unterstützen" - Analyse von Vergangenheitsdaten ist es relativ einfach, gute diskretionäre Portfolios zu entwickeln. Mit Hilfe von Data-Mining (siehe z.B. dieser Blogbeitrag<sup>173</sup>) können auch Regeln gefunden werden, die in der Vergangenheit zu der Outperformance von Benchmarks geführt hätten. Die Regeln sind jedoch oft relativ komplex, beziehen sich oft nur auf sehr spezielle Anlageuniversen und/oder erhalten Leerverkäufe und Kreditaufnahmen oder unrealistisch niedriger Transaktionskosten. Die Echtperformance solcher Portfolios ist oft enttäuschend.

Diversifikator z.B. nutzt weitestgehend dieselben möglichst einfachen und wissenschaftlich basierten Regeln für alle vergleichbaren Portfolios. Die Regeln wurden entwickelt, um das "most passive" Weltmarktportfolio nachzubilden bzw. um verantwortungsvolle Portfolios zu

---

<sup>173</sup> <http://prof-soehnholz.com/no-data-und-small-data-verschlechtern-die-anlageperformance/>

erreichen. Outperformance von Benchmarks wird nicht aktiv angestrebt (siehe z.B. dieser Blogbeitrag<sup>174</sup>).

### **Transparenz erfordert viele Informationen**

Wenn man das (Muster-)Portfolios eines aktiven Managers kauft kann es sein, dass man dem Manager voll vertraut und seine Änderungen des Portfolios "blind" nachvollzieht. Idealerweise sollten Musterportfolios aber möglichst transparent sein. Die transparente Dokumentation von Veränderungen in aktiv gemanagten Portfolios ist aufwändig.

Für ein sehr einfaches 50/50 gewichtetes Portfolio aus zwei ETFs sind offenbar nur wenige Erklärungen nötig. Wenn man aber die den ETFs zugrunde liegenden Indizes mit allen möglichen Indexänderungen beschreibt, erhält man ein sehr umfassendes Regelwerk. Das sieht man z.B., wenn man sich die Dokumentation selbst von einfachen Indizes wie dem DAX durchliest. Die Dokumentation muss zudem immer aktuell gehalten werden.

Wenn man mit einem Musterportfolio offizielle Indizes direkt nachbilden will, werden zudem erhebliche Indexlizenzierungskosten fällig. Musterportfolios sind also am ehesten für regelbasierte Portfolios mit relativ wenigen Bestandteilen und wenigen Handelsaktivitäten geeignet, die keinen offiziellen Indizes folgen.

Anbieter möchten aber zum Schutz des Know-How der Portfoliomanager oder weil bestimmte Informationen bzw. Daten nicht öffentlich gemacht werden dürfen oder sollen, oft nicht alle Musterportfolioänderungen nachvollziehbar dokumentieren.

Und auch für Anlageberater können vor allem aktive Musterportfolios aufwändig in der Betreuung sein. Und je mehr Portfolios bzw. Wahlmöglichkeiten angeboten werden, desto mehr Erklärungen sind nötig, wie man z.B. an der umfangreichen Dokumentation auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com) sieht, obwohl nur „most passive“ Portfolios angeboten werden.

"Normale" Robo Advisors bieten oft gar nicht so viel Transparenz, wie man annehmen sollte. Ihre Algorithmen werden sehr selten offen gelegt (siehe Kevin Lehmann, Manuel Wittke, Mikhail Beketov: „Welche Algorithmen die Robo Advisors befeuern“, in Private Banking Magazin vom 6.3.2018) und ähnliches gilt für die genutzten Daten bzw. Prognosen. Mit der Begründung besserer "User Experience" wird zudem oft mit sehr wenig Text gearbeitet, womit die Transparenz reduziert wird.

### **Kritik an fehlender Nachprüfbarkeit von Track Records**

Manchmal werden auch fehlende Track Records bzw. die fehlende Nachprüfbarkeit von Musterportfolios bemängelt. Bei stark kontrollierten Investmentfonds, von denen es viele mit

---

<sup>174</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>



relativ langen Historien gibt, kann man davon ausgehen, dass deren Track Records stimmen. Vermögensverwalterportfolios sind jedoch selten transparent und damit kaum nachprüfbar.

Musterportfolios werden zumindest regelmäßig publiziert. Grundsätzlich kann deren Performance also nachgeprüft werden, auch wenn das wohl kaum jemand tut. Und Rückrechnungen von Indizes bzw. stark regelbasierten Musterportfolios sind, anders als die von aktiven Portfolios, relativ aussagekräftig, weil sie kaum von diskretionären Interventionen in der Vergangenheit abhängen.

So stehen die aktuellen Tagesperformances und die aller Rückrechnungen aller Diversifikator-Portfolios öffentlich zur Verfügung. Insgesamt bestehen so wenige Manipulationsmöglichkeiten und man kann davon ausgehen, dass die Rückrechnungen ziemlich repräsentativ für die Echtperformance der "most passive" Portfolios sind. Man kann bei vielen Portfolios von Diversifikator sogar feststellen, dass die Rückrechnungen tendenziell schlechter sind als die Echtperformance.

### **Anbieter haben Angst vor Trittbrettfahrern**

Viele potenzielle Anbieter von Musterportfolios befürchten, dass Portfolios, deren Zusammensetzung und vor allem Regeln zeitnah veröffentlicht werden, kopiert werden und sie so um ihre Gebühren gebracht werden können.

Das Risiko ist für Anbieter mit einem überschaubaren regionalen Angebotsgebiet meines Erachtens aber nicht so groß. Professionelle Anbieter von Geldanlagen werden sich kaum trauen, kopierte Musterportfolios im selben Gebiet anzubieten wie der "Erfinder" des Musterportfolios. Da Musterportfolios nicht geschützt werden können, hätte das zwar wohl kaum rechtliche Konsequenzen. Aber wenn Kopien fremder Musterportfolios entdeckt werden, muss mit enormen Reputationsschäden gerechnet werden. Das wird kaum ein professioneller Anbieter in Kauf nehmen.

Zwar wird es immer einige Privatanleger geben, die kostenpflichtige Musterportfolios in ihre Portfolios umsetzen, ohne dafür zu zahlen, das sollten aber Ausnahmen sein.

### **Musterportfolios mit Regulierungsvor- und Nachteilen**

Musterportfolios haben aber auch aus Anbietersicht Vorteile, weil sie - je nach Ausgestaltung - nicht grundsätzlich regulierungspflichtig sind und damit Regulierungskosten und Haftungsrisiken entfallen bzw. reduziert werden können. Anders als bei Investmentfonds sind außerdem keine Mindestvolumen für ihren Start erforderlich, was die Eintrittsschwellen für die Erstellung von Musterportfolios gegenüber Fonds erheblich reduziert.

Aus Anbietersicht ist von Vorteil, dass die Umsetzung externer Musterportfolios normalerweise nicht als Auslagerung gilt. Musterportfolioangebote gelten nicht als Vermögensverwaltung, wenn Anleger vorab regelmäßigen Umschichtungen zum Beispiel jeweils zum Jahresende zustimmen. Das kann, je nach Art der Umsetzung, sogar auf die Nutzung von Risikosignalen zutreffen. Auch eine formelle Anlegerberatung wird bei der Umsetzung standardisierter

Musterportfolios nicht vorausgesetzt, was den Aufwand für Depotbanken erheblich reduzieren kann. Wenn eine Bank eine (standardisierte) Vermögensverwaltung anbietet, kann diese zudem regulierungsfrei vermittelt werden. Die bestehende Regulierung kann daher dazu führen, dass Anbieter künftig mehr Musterportfolios anbieten werden, um Selbstentscheidern (Execution only) genügend Auswahlmöglichkeiten anzubieten.

Aus Nachfragersicht ist die mögliche geringere Regulierung und damit die reduzierte Haftung der Anbieter ein Nachteil. Aber auch hier gilt, dass Anbieter schon aus Reputationsgründen auf eine hohe Qualität ihrer Musterportfolios achten müssen und mit der Depotbank sowieso immer ein hoch regulierter Anbieter erforderlich ist. Außerdem können Anbieter die niedrigeren (Regulierungs-)kosten teilweise an Anleger weitergeben.

### **Besserer Datenschutz möglich**

Hinzu kommt, dass bei der Umsetzung von Musterportfolios der Datenschutz höher sein kann als bei klassischen Investments. Musterportfolios von Diversifikator, die von Selbstentscheidern bei ihrer Bank umgesetzt werden, erfordern keine Offenlegung von Anlegerdaten gegenüber Diversifikator. Beim Kauf von Fonds oder Portfolios über (regulierte) Berater und Verwalter (auch Robo Advisors), müssen Anleger allerdings umfassende und sensible Daten offenlegen.

Gegenüber der Depotbank muss der Anleger aber in jedem Fall relevante Daten offen legen und beim direkten Kauf von Investmentfonds über Depotbanken hat die Fondsgesellschaft auch keine Informationen über den Käufer des Fonds.

### **Umsetzung bei deutschen Depotbanken kann verbessert werden**

In Deutschland werden private Wertpapierdepots oft kostenlos angeboten. Depotbanken verdienen vor allem am Handel von Wertpapieren. Daher haben sie wenig Anreize, handelsarme (passive) Portfolios anzubieten.

Musterportfolios aus Investmentfonds werden inzwischen allerdings häufiger angeboten. Sofern dabei klassische Fonds genutzt werden, die Vertriebsprovisionen zahlen, können Depotbanken gut daran verdienen. Bei reinen ETF-Depots mit wenigen Handelsaktivitäten sind die Verdienstmöglichkeiten für Depotbanken jedoch sehr beschränkt.

Bei der effizienten Umsetzung von Musterportfolios bzw. standardisierten Vermögensverwaltungen aus mehreren Aktien, zumal in Verbindung mit Risiksignalen, scheint es zudem bei zahlreichen deutschen Depotbanken noch technischen Nachholbedarf zu geben. Durch die Zunahme von neuen Wettbewerbern (Robo Advisors) kommt aber Dynamik in den Markt.

Ich gehe davon aus, dass deutsche Depotbanken künftig mehr Musterportfolios anbieten werden. Indem sie - ähnlich wie Robo-Advisors - automatisierte Umsetzungen anbieten und Gebühren auf die verwalteten Anlagevolumina verlangen, kann das sehr attraktiv für sie

werden. Anleger können sich zudem bei Bedarf zusätzliche Beratung von Anlageberatern einkaufen.

### **Erwartete Gebühren für Musterportfolios**

Die naheliegende Frage ist, wie viel Geld vom Anbieter für ein gutes Musterportfolio verlangt werden kann. In den USA und Großbritannien werden teilweise sehr hohe Gebühren für Musterportfolios erzielt (s. Blogbeitrag<sup>175</sup>). In Deutschland werden viele Musterportfolios in off- und online Finanzpublikationen und von ETF-Anbietern dagegen kostenlos angeboten.

Abhängig vom Anlagevolumen sehe ich künftig folgende Gebührenstruktur für passive, diversifizierte aber relativ transaktionsarme Musterportfolios in Deutschland:

a) ETF-Variante: Depotgebühren ca. 0,1%, ETF-Gebühren ca. 0,25%, Modellportfoliogeühren ca. 0,2%, automatische Umsetzung ca. 0,2% , insgesamt also ohne persönliche Beratung ca. 0,75% und inklusive Beratung ca. 1,25% plus Umsatzsteuer pro Jahr

b) Direkte Wertpapier-Variante: Depotgebühren ca. 0,2%, Modellportfolio-Gebühren ca. 0,3%, automatische Umsetzung ca. 0,3% , insgesamt also ohne persönliche Beratung ca. 0,8% und inklusive Beratung ca. 1,3% plus Umsatzsteuer pro Jahr

Selbstumsetzer und -entscheider können die Umsetzungskosten reduzieren und die Beratungskosten einsparen.

### **MODELLPORTFOLIO-ROBOS SIND BESSER ALS „NORMALE“ ROBO-ADVISORS (12-2018)**

Kunden von deutschen Robo-Advisors sind überwiegend über 50, haben gute Einkommen und sind relativ vermögend. Das sagen jedenfalls mehrere Anbieter auf Konferenzen und in Interviews. Dabei sind die meisten Robo-Advisors nicht besonders attraktiv. Sie nutzen oft veraltete Optimierungsmodelle (siehe [hier](#)), bieten keine wirklich verantwortungsvollen Portfolios an (siehe [hier](#)) und sind noch nicht einmal besonders günstig.

Es gibt bessere digitale Angebote. Darunter sind auch solche, die für anspruchsvolle Vermögensverwaltungs- bzw. Private Banking Kunden attraktiv sein können. Damit sollten sich Vermögensverwalter und Privatbanken ernsthaft beschäftigen.

### **Auch vermögende Anleger sind an digitalen Angeboten interessiert**

Vermögensverwalter und Privatbanken sollten davon ausgehen, dass ihre Kunden intelligent und an Geldanlagen interessiert sind.

---

<sup>175</sup> <http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/>

Auch vermögende Anleger sind an (digitaler) Transparenz und günstigen Angeboten interessiert. Oft wird sogar behauptet, sie seien besonderes knauserig.

### **Von liquiden Anlagen wird keine Outperformance erwartet**

Gut informierte Anleger glauben nicht mehr an Outperformancemöglichkeiten in „normal laufenden“ liquiden Märkten. Anbieter von Geldanlagen wissen das. Sie suggerieren aber oft, dass sie Risiken in „schlechten“ Märkten besser reduzieren können als „passive“ Geldanlagen.

### **Einfache Allokationen sind oft besser als komplexe**

In Marktkrisen haben passive Geldanlagen, z.B. 50/50 Allokationen zu Aktien und Anleihen, oft geringere Verluste gemacht als sogenannte „aktive Mischfonds“ (für Deutschland siehe z.B. in [Söhnholz/Rieken/Kaiser](#) S. 140-147). Stablen Allokationen wie 50/50 ist es zudem oft gelungen, Marktaufschwünge besser mitzumachen als aktiv gemanagten Portfolios.

Ähnliches zeigen die bisherigen Performances in diesem Jahr. Das kann man feststellen, wenn man unter [www.morningstar.de](http://www.morningstar.de) unter „Tools“ die Kategorierenditen von aktiv gemanagten Fonds analysiert. So haben flexible Mischfonds EUR bis zum 20.12. im Schnitt fast 8% Verlust gemacht. Ein 50/50 ETF-Portfolio hätte nur -2% Verlust eingebracht (siehe „Vergleichsportfolio“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Dabei habe ich nicht feststellen können, dass diskretionäre Mandate grundsätzlich besser oder schlechter laufen als quantitative Modelle (siehe [Söhnholz/Rieken/Kaiser](#) S. 117-119). Daher ist auch nicht zu erwarten, dass Robo-Advisors, die quantitative Modelle nutzen, besser sein werden als starre bzw. stabile Allokationen.

Das bedeutet, dass Anleger keine aktive, quantitative oder „pseudo-optimierte“ (siehe [hier](#)) Allokation zu Anlageklassen brauchen. Sie brauchen auch keine Selektion von aktiven Fondsmanagern. Passive Angebote, die zudem viel billiger sind, sollten daher auch für vermögende Anleger sehr attraktiv sein.

### **Verantwortungsvolle Angebote sollten mit Einzeltiteln umgesetzt werden**

Es gibt aber andere Gründe dafür, nicht nur indexnachbildende Fonds (v.a. sogenannte ETFs, also Exchange Traded Funds) zu kaufen. Der Schweizer Softwareanbieter Evolute nennt zum Beispiel steuerliche Gründe für sogenannte Direct Indexing Angebote (siehe [hier](#)). Mit solchen Lösungen werden Indexperformances nachvollzogen, aber um individuelle steuerlich motivierte Käufe- und Verkäufe von Indexbestandteilen ergänzt. Das bieten z.B. auch die US Robo-Advisors Betterment und Wealthfront an.

In Deutschland spielen solche steuerlichen Überlegungen meines Erachtens kaum noch eine Rolle, da es keine Steuerunterschiede zwischen kurz- und längerfristigen Veräußerungsgewinnen mehr gibt.

Dafür möchten zunehmend mehr Anleger gerne verantwortungsvoll investieren. Traditionelle Indizes und selbst die meisten sogenannten verantwortungsvollen ETFs enthalten aber oft Titel, die nicht mit den individuellen Wertvorstellungen (vermögender) Anleger zusammenpassen (siehe [hier](#)). Direct Indexing in Deutschland wird daher künftig vor allem auf Direct ESG bzw. SRI Indexing hinauslaufen, wie es mein Unternehmen Diversifikator institutionellen Interessenten bereits anbietet.

## **Modellportfolio-Robos statt Standard Robo-Advice**

Solche Direct Indexing Ansätze können mit Hilfe von „Modellportfolio-Robo-Advisors“ schon bald gut und relativ günstig automatisiert werden.

Was ich unter einem Modellportfolio-Robo verstehe: Voll-automatisierte Registrierungsmöglichkeit (Onboarding) für Neukunden, nicht voll-automatisierter (kriterienbasierter) Zugang zu mehreren Portfolios und automatisierte Umsetzung der Portfolios. Bei einem „normalen“ Robo-Advisor besteht in der Regel eine automatisierte (nicht individuell direktbeeinflussbar) Allokation in ein Portfolio, dass sich nur nach „Risikoklassen“ unterscheidet.

Gegenüber traditionellen Vermögensverwaltungen können Standard Robo-Advisors und Modellportfolio-Robos zu erheblichen Effizienzgewinnen bei den Anbietern führen. Wenn diese (teilweise) an Anleger weitergereicht werden, führen sie zu günstigeren Angeboten.

## **Modellportfolio-Robos: Drei Plattformtypen**

Man kann zwischen mehreren Typen von Modellportfolio-Robos zu unterscheiden: Im weiteren Sinngehören Fondsplattformen dazu, also solche, die Zugang zu traditionellen (teuren)Fonds bzw. Dachfonds geben („Vertriebsplattformen“).

Eine zweite Plattformart besteht aus Portfolios von professionellen Managern, die es nicht in Fondsform gibt, also eine Art Wikifolio von Profis. Mit einer solchen Plattform können Vermögensverwalter neue Portfolios testen bzw. effizient zusätzliche standardisierte Portfolios anbieten. United Signals hatte bzw. hat noch ein derartiges Geschäftskonzept. Das ist aus Anbietersicht deshalb wichtig, weil neue Fonds sehr teuer sind. Anleger kaufen aber Portfolios meist erst, wenn diese einen „echten“ Trackrecord haben.

Drittens sind proprietäre „Plattformen“ möglich, die Anlegern Zugang zu Portfolios nur eines Anbieters ermöglichen. Meine Firma Diversifikator bietet eine teil-automatisierte Plattform mit regelbasiert-optimierungsfreien Portfolios mit Schwerpunkt auf verantwortungsvolle Angebote an. Individuelle Risikotoleranzen werden durch Kombinationen einzelner Portfolios mit risikoarmen Anlagen („Cash“) gebildet. Die Plattform kann aber auch aus thematischen ETF-Portfolios bestehen, wie die Zeitgeist Portfolios von Werthstein, die allerdings künftig in Deutschland nicht mehr angeboten werden.

In Großbritannien gibt es circa 20 Modellportfolioplattformen, die stark wachsen (siehe [hier](#)) und auch der US Markt ist sehr groß und lukrativ für Anbieter (siehe [hier](#)).

Ein wesentlicher Unterschied zwischen Modellportfolioplattformen und Robo-Advice ist die Art der Entscheidungsfindung. Beim typischen Robo-Advisor wird die Allokation zu Anlageklassen „pseudo-optimiert“. Ich bezeichne den Ansatz so, weil die Ergebnisse vor allem von den Modellrestriktionen (welche Anlagesegmente werden genutzt) und den Datenprognosen (für Renditen, Risiken und Korrelationen) abhängen. Dazu kommen Risikoeinschätzungen der Anleger, die ebenfalls oft modellabhängig sind.

Modellportfolioplattformen wie – im Retailbereich – Wikifolio erlauben den Anlegern aber in der Regel, Portfolios kriterienbasiert zu selektieren. Dabei sollten aber nicht vergangene Renditen im Vordergrund stehen, sondern z.B. wie „verantwortungsvoll“ ein Portfolio ist. Die typische künftige Modellportfolioplattform wird aber wohl Portfolios mehrerer Anbieter nutzen. Das macht die Selektion schwieriger.

### **Modellportfolio-Robos sind besser für Berater bzw. hybride Ansätze**

Die meisten – gerade auch vermögenden – Anleger, wollen nicht auf Berater verzichten. Sie wollen aber auch möglichst viel digitale Unterstützung haben. Daher gelten Kombinationen von persönlicher Beratung mit digitaler Unterstützung, sogenannte hybride Angebote, als besonders zukunftssträftig (siehe [hier](#)).

Wenn eine Bank über einen typischen Robo-Advisor verfügt, kann ein Berater Kunden bei der Risikoeinschätzung beraten. Bei der standardisierten Umsetzung kann der Berater aber nur noch „technisch“ unterstützen und keinen Einfluss mehr auf das Portfolio nehmen. Das ist bei Modellportfolioplattformen anders. Hier kann der Berater auch bei der Portfolioauswahl weiterhelfen.

Das administrativ aufwändige sogenannte Onboarding von Neukunden kann dagegen vollkommen automatisiert ablaufen. Wenn die Portfolios regelbasiert sind, sind auch keine Eingriffe von Portfoliomanagern mehr nötig. Die Umsetzung von solchen Modellportfolios kann daher sehr einfach und effizient automatisiert werden. Solche Portfolios können daher sehr kostengünstig angeboten werden.

### **Vermögensverwalter sollten sich auf Finanzplanung und illiquide Anlagen fokussieren**

Private Banker und Vermögensverwalter werden liquide Anlagen künftig daher wohl kaum mehr selbst (aktiv) managen. Sie werden auch nicht immer wieder neue Fremdprodukte mehr dafür selektieren (müssen), sondern können sich auf die begleitende Beratung von anspruchsvollen Anlegern z.B. in Bezug auf Finanzplanung und Modellportfolioselektion fokussieren.

Für nicht-liquide Anlagen wie Immobilien, Infrastruktur und Private Equity werden traditionelle Vermögensverwalter aber weiterhin sehr wichtig für die Allokation und Selektion von Investmentmanagern sein.

### **Modellportfolio-Robos: Ideale Digitalisierung für Bestandskunden und das Neukundengeschäft**

Bisher gibt es kaum Angebote von effizienten Modellportfolio-Robos für anspruchsvolle deutsche Anleger. Es gibt erst recht keine Plattformen, die auch strenge oder sogar individualisierbare ESG Portfolios umfassen. Mit solchen Angeboten könnten Banken und unabhängige Vermögensverwalter Kunden aber wohl besser halten und vielleicht auch einige Neu- bzw. Fremdkunden und Selbstentscheider (wieder) für sich gewinnen.

## ROBO-ADVISORS SIND EINE KONKURRENZ FÜR FONDSANBIETER UND INDIVIDUELLE VERMÖGENSVERWALTER (11-2016)

Die Frage ist, ob einige der von Rekenhtaler genannten Strategien (siehe [hier](#)) nicht genauso gut oder sogar besser von Robo-Advisors als von traditionellen aktiven Fondsmanagern angeboten werden können.

Die ETF-Anbieter Vanguard und Schwab sind in den USA die erfolgreichsten Robo-Advisors. Gründe dafür sind wohl vor allem ihre Bekanntheit und guten Markennamen dieser beiden Anbieter aber auch die sehr geringen Gebühren ihrer Robo-Advisors. Es ist zu erwarten, dass andere ETF Anbieter ebenfalls erfolgreiche Robo-Advisors aufbauen können. Für unabhängige Robo-Advisors wird es sehr schwer werden, gegen diese Anbieter anzukommen. Das können sie nur durch Differenzierung der Produktangebote versuchen, denn die Robo-Advisor Technik ist mittlerweile eine Commodity geworden. Damit aber gehen die Robo-Advisors in direkte Konkurrenz zu aktiven Managern.

Für die Produktdifferenzierung sehen ihnen mehrere Wege offen, darunter auch die von Rekenhtaler angesprochenen:

- Angebote von ETFs verschiedener ETF-Anbieter: Das bringt Kunden relativ wenig Zusatznutzen, da die Angebotspaletten der großen ETF-Anbieter ziemlich komplett sind und sich die ETFs zwischen den Anbietern oft kaum nennenswert voneinander unterscheiden.
- Angebote von aktiven Fonds auf ihren Plattformen: Die großen ETF-Anbieter haben fast alle auch aktive Fonds im Konzernangebot, die sie ebenfalls schon jetzt oder wohl künftig online anbieten. Produktunabhängigkeit kann sich dabei zu Gunsten der Robo-Advisors auswirken.
- Angebote von Assetklassen, für die es keine ETFs gibt, z.B. direkte Immobilien oder Private Equity Investments: Auch hier haben ETF Anbieter keine Vorteile. Online-Anbieter aus dem sogenannten Crowd-Investing Segment sind schon mit solchen Angeboten am Markt und damit eine Konkurrenz zu etablierten Asset-Managern.
- Angebote von Einzeltiteln und individuellen Portfoliobildungsmöglichkeiten für Anleger, zum Beispiel Targeted Smart Beta. Hier haben klassische ETF-Anbieter die vor allem auf Skaleneffekte setzen kaum Startvorteile, also auch damit eröffnen sich Differenzierungschancen für Robo-Advisors.
- Angebote von Solutions wie den von Rekenhtaler genannten: Das können Robo-Advisors wahrscheinlich besser machen als ETF-Anbieter ohne Robo-Unterstützung.

Aber wie sollen sich aktive Manager künftig im Spannungsfeld zwischen ETF-Anbietern und Robo-Advisors positionieren?

Das kann einerseits über einen starken Vertrieb erfolgen. Eine etablierte Vertriebsorganisation ist von Robo-Advisors nur schwer zu kopieren. Im B-to-B Bereich erfolgt der Vertrieb durch die Partner („to-B“), so dass Assetmanager, die keinen starken eigenen Direktvertrieb haben, auf andere Elemente setzen müssen. Bei den Kosten können sie kaum mit Robo-Advisors konkurrieren. Vorteile für traditionelle Assetmanager ergeben sich auch dadurch, dass heute der überwiegende Teil aller Anleger aktive Assetmanager nutzt und Anleger ihre Anbieter nicht unbedingt oft bzw. schnell wechseln. Vorteile sind auch die Provisionen, die – im Gegensatz zu Angeboten von ETFs bzw. Robo-Advisors – mit diesen Produkten verdient werden können. Mit Provisionsverboten, neuen „Fiduciary Standards (siehe „DOL“-Vorgaben in den USA) und mehr Transparenz unter anderem durch Robo-Advisors ändert sich das jedoch.

Der überwiegende Anteil der Anlagen liegt heute noch bei aktiven Fondsmanagern, die diskretionäre bzw. personen- oder teamabhängige Investmentphilosophien verfolgen. Investmentphilosophien kann man grob in drei Gruppen differenzieren: Diskretionäre, quantitative (regelbasiert-prognosebasierte) und regelbasiert-prognosefreie.

Personenabhängige, diskretionäre bzw. Starfondsmanager-Strategien werden auch künftig nur von aktiven Managern umgesetzt werden. Diese können ihre Strategien online stellen (wie bei Wikifolio oder United Signals), aber solch individuelle Portfoliomanager bzw. Teams werden kaum Bestandteil von ETF-Anbieter- oder Robo-Advisor-Angeboten sein.

Regelbasierte (z.B. Smart-Beta) Strategien können dagegen sehr wohl relativ einfach von ETF-Anbietern und Robo-Advisors „inhouse“ entwickelt und gemanagt und angeboten werden. Größere ETF-Anbieter werden dabei allerdings kaum sehr viele sehr spezielle „targeted“ Strategien anbieten. Robo-Advisors können das aber durchaus kostengünstig umsetzen. Ähnliches gilt für Solutions, sofern sie regelbasiert sind, was meist der Fall ist. Diese können besonders von Robo-Advisors effizient umgesetzt und angeboten werden.

Wenn man also Robo-Advisors und Crowd-Investing in die Überlegungen von Rekenenthaler einbezieht, bleiben kaum noch attraktive Erfolgsstrategien für aktive Fondsmanager übrig.

Was bedeutet das für Anlageberater? Anleger, die keine Berater nutzen wollen, können nur über Online-Selbstbedienungs- bzw. Robo-Advisors adressiert werden. Aber die meisten, gerade auch anspruchsvolle Anleger, wollen weiterhin persönlich beraten werden. Diesen Kunden sollten ETFs, Smart-Beta und andere Strategien möglichst effizient angeboten werden. Gerade regelbasierte Strategien können online sehr gut unterstützt werden. Dabei können fremde regelbasierte Strategien (z.B. von ETF-Anbietern) genutzt werden oder auch eigene Anlagestrategien entwickelt und online-unterstützt angeboten werden.

Ich halte daher die Kombination von regelbasierten Produkten mit starker online („Robo“) Unterstützung und persönlicher Beratung für den Königsweg.



# PERSÖNLICHE UND ROBO-BERATUNG

## ROBO-ADVISOR DEFINITION UND KLASSIFIKATION (5-2015)

Robo-Advisors werden in den USA und auch in Großbritannien immer populärer. Einige von ihnen haben viele Millionen Venture Capital von als sehr anspruchsvoll geltenden Fonds erhalten. Manche managen schon mehrere Milliarden an Kapitalanlagen. Vanguard und Charles Schwab sind auch schon in dem Markt aktiv und über Google, Alibaba und weitere potentielle Wettbewerber wird spekuliert.

Robo-Advisors sind ein Untersegment der sogenannten Fintechs. Fintechs sind technologisch fokussierte bzw. digitale Finanzunternehmen. Fintechs umfassen Unternehmen mit Fokus auf Kreditvergabe, Zahlungsverkehr und eben auch Anlageberatung bzw. Investments wie Robo-Advisors.

Investopedia definiert Robo-Advisors wie folgt: „A robo-advisor is an online wealth management service that provides automated, algorithm-based portfolio management advice without the use of human financial planners.“<sup>176</sup> Basierend auf einer Online-Befragung des Anlegers, mit der versucht wird, seine Risikotoleranz zu ermitteln, erhält der Anleger regelbasierte standardisierte Anlagevorschläge.

Auch in Deutschland gibt es schon einige Robo-Advisors<sup>177</sup>. Sie verfolgen durchaus unterschiedliche Ansätze: Die erste Gruppe, die man als „Investment- bzw. Kapitalanlage Robo-Advisors“ bezeichnen kann, stellt eine einfache langfristige Kapitalanlage in den Vordergrund: In der Regel werden wenige ETF-basierte Portfolios angeboten, die meist in defensive, ausgewogene und dynamische Strategien eingeteilt werden. In der einfachsten Variante zeichnen sie sich durch Allokationen wie 30/70, 50/50 und 70/30 in Bezug auf Aktien- und Anleihe-ETFs aus<sup>178</sup>.

Andere Anbieter werben mit ihrer wissenschaftlichen Basis, meist Markowitz-Optimierungen, und kommen zu vergleichbaren Portfolios. Kern-Werbebeispiele sind: Günstig, einfach, transparent, wissenschaftlich basiert, diversifiziert. In den angelsächsischen Ländern gehört neben den o.g. Stichworten noch das sogenannte Tax-Loss Harvesting zu den wichtigen Verkaufsargumenten. Dabei sollen durch „automatisierte“ Realisierungen kurzfristiger Verluste Steuern gespart werden.

Beispiele dafür sind Betterment (US), Wealthfront (US), Future Advisor (US), Nutmeg (UK), Quirion (D), easyfolio (D), Just ETF (D), yavalu (D, jetzt: financescout24), Ginmon (D),

---

<sup>176</sup> www.Investopedia.com im August 2014

<sup>177</sup> Siehe z.B. German Fintech Overview auf [www.paymanetandkanking.com](http://www.paymanetandkanking.com) in der Kategorie „Savings“ oder „Robo-Advisors: Was die automatisierte Vermögensverwaltung taugt“ in Finanztest 1/2017; Robo-Advisors werden im Folgenden auch als „Robos“ bezeichnet.

<sup>178</sup> So z.B. bei Easyfolio

owlhub (D), truewealth (CH) und ähnlich Vaamo (D) und Fairr (D) sowie die Aktivitäten von Charles Schwab (US) und Vanguard (US).

Die amerikanischen Robo-Advisors bieten ihre Services mit angeblichen „0“ bis zu 0,25% p.a. auf den ersten Blick relativ günstig an. Die Europäer liegen eher bei 0,4% – 1% p.a..

Die Unterschiede zwischen den Anbietern sind relativ klein. Finanztest teilt sie in drei Gruppen ein: Selbstbedienungs-Plattformen („SB-Robos“), Beratungsplattformen („Beratungs-Robos“) und Vermögensverwaltungsplattformen („Verwaltungs-Robos“). Die Einteilung orientiert sich einerseits an den Services und andererseits an den Regulierungserfordernissen der Plattformen.

Selbstbedienungsplattformen liefern Portfolios die von Anlegern im sogenannten Execution-only, also frei von persönlicher Beratung, bei ihren Depotbanken umgesetzt werden. Beratungs- bzw. Vermittlungsplattformen vermitteln Portfolios an eine Depotbank und ermöglichen Anlegern, dort neue Depots zu eröffnen, in denen die Anfangsportfolios automatisiert umgesetzt werden. Anleger können fortlaufend Tipps zu Portfolioänderungen erhalten, die sie aber nicht umsetzen müssen. Bei Vermögensverwaltungsplattformen werden von der Plattform (dem Robo-Advisor) auch laufende Änderungen selbstständig umgesetzt.

Teilweise wird das reine Online-Angebot sehr weniger einfacher Portfolios bereits um weitere Portfolios erweitert worden. In einigen Fällen ist zumindest geplant, auch Video-Beratung oder sogar persönliche (Honorar)Beratung zusätzlich anzubieten<sup>179</sup>.

Die zweite Gruppe, die ebenfalls oft als Robo-Advisor bezeichnet wird, kann man „Trading- bzw. Handels-Robos“ nennen. Diese Plattformen fokussieren auf eher kurzfristige und Handelsstrategien statt langfristiger Anlagestrategien. Das grundlegende Prinzip dieser Gruppe ist es, Musterportfolios online zu stellen, die beobachtet und für Investments nachgebildet werden können. In diesem Sinne sind es keine vollkommen Algorithmus-basierten Robo-Advisors im engeren Sinn sondern eher Social-Investing-Plattformen, die auf Empfehlungen und dem „Follower-Prinzip“ beruhen. Diese sind von Crowdfunding zu unterscheiden. Crowdfunding-Anbieter sammeln Geld von zahlreichen Investoren ein um sie in einzelne Projekte z.B. ökologischer oder sozialer Art oder neuerdings auch Immobilien zu investieren.

Die Musterportfolios können von Investmentprofis oder Laien eingestellt werden. Teilweise müssen sie vor der Veröffentlichung geprüft werden und/oder es muss nachgewiesen bzw. sichergestellt werden, dass die Manager der Portfolios auch mit echtem Geld investiert sind. Diese Musterportfolios werden teilweise automatisiert implementiert. Daher kann man diese Ansätze als Robo-Advisors im weiteren Sinn verstehen. Viele Plattformen sind auf Aktien fokussiert aber es gibt auch Plattformen, die mehrere Assetklassen bzw. Instrumente wie Fonds, Zertifikate, Derivate etc. anbieten. Beispiele sind Covestor (US), Wikifolio (Österreich), Moneymeets (D) und United Signals (D) aber auch twindepot (D), Ayondo (D) und sharewise (D).

Vereinfacht ist das Geschäftsmodell wie folgt: Je mehr Geld von „Followern“ in die Musterportfolios investiert wird, desto eher verdient die Plattform bzw. der Entwickler bzw.

---

<sup>179</sup> In Deutschland z.B. sehr früh schon von Quirion angeboten

Manager des Musterportfolios. Dabei verdient die Plattform zum Beispiel an einbehaltenen Vertriebsprovisionen der Anbieter von Produkten, die sich in den Portfolios befinden. Follower haben daher oft keine direkten Gebühren zu zahlen. Aber es gibt auch Abonnementmodelle für Investmenttipps wie smartdepot (D). Neue Nutzer anzuziehen und zu halten soll vor allem durch Social Media Methoden erfolgen.

Solche Follower werden vor allem durch gute Portfolios angezogen. Dauerhaft gute Portfolios anzubieten ist aber schwierig, wie alle Portfoliomanager wissen. Mittelfristig wird daher neben der Performance auch das Risikomanagement eine wichtige Rolle spielen und wohl auch die Nachvollziehbarkeit bzw. Transparenz der Ansätze, möglicherweise auch das Thema Responsible Investments. Anbieten würde sich gerade bei den handelsorientierten Ansätzen auch eine sogenannte Gamification.

Falls es zu einem Vertriebsprovisionsverbot kommen sollte, sind die provisionsabhängigen Handels-Ansätze nicht mehr umsetzbar und müssen wohl auf volumenbasierte oder Abo-Bezahlmodell umstellen. Auch die sicher kommende Transparenz von Vertriebsprovisionen kann den Handels-Ansätzen schaden. Denn dabei kann herauskommen, dass die Plattform-Anbieter mehr an ihren Kunden verdienen, als diese Kunden vermuten. Die Robo-Advisors, die auf Basis von provisionsfreien ETFs arbeiten und die eine Gebühr direkt vom Anleger verlangen, wie die erste oben genannte Gruppe, kann dagegen wahrscheinlich von solchen Transparenz-Entwicklungen profitieren.

Möglicherweise werden künftig Robo-Advisors besonders erfolgreich sein, wenn sie Anlage-, Social-Investment- und Handelsansätze sowie Video- oder persönliche Beratung miteinander kombinieren.

## BIETEN ROBO-ADVISORS EINE BESSERE BERATUNG AN ALS TRADITIONELLE ANBIETER? (10-2016)

Traditionelle Anlageberatung steht unter Druck. Anlageberater in Banken aber auch unabhängige Berater und natürlich Vermittler finanzieren ihre Beratung bzw. Vermittlungsservices heute vor allem über Anbieterprovisionen. Von Verbraucherschützern wird kritisiert, dass das zum Verkauf von zu teuren Produkten führt. Bei der Vereinnahmung von Abschlussprovisionen besteht zudem das Risiko, dass Anleger zu oft zum Tausch von Produkten angeregt werden, weil so mehr verdient werden kann.

In Großbritannien, den Niederlanden und einigen skandinavischen Ländern sind Vertriebsprovisionen bereits verboten. Anleger müssen seitdem direkt für Beratung zahlen, meist in Form von Beratungszeitvergütungen (sogenannte Honorarberatung im engeren Sinn). oder laufenden Provisionen. Anders als erwartet sind offenbar nur relativ wenige Kunden bereit, für Beratung direkt bezahlen. Es scheint in diesen Ländern eher so zu sein, dass das Vertriebsprovisionsverbot zu verstärkten Nachfragen nach vermögensverwaltenden Fonds (oft in Form von Dachfonds), zu Beratungsverzicht und zu mehr Selbstberatung führt.

In Deutschland zeigen zahlreiche Umfragen, dass das Knowhow von Anlegern in Bezug auf Fonds oder Aktien sehr begrenzt ist. Nur wenige Anleger trauen es sich zu, individuell Portfolios für sich zusammenzustellen. Es ist daher anzunehmen, dass Kunden bei einem

Provisionsverbot in großem Umfang auf vermögensverwaltende bzw. Standard- oder Musterportfolios zurückgreifen werden.

Die Frage, ob Robo-Advisors besser oder schlechter sind als menschliche Berater ist ein Thema, welches auch Aufsichtsbehörden interessiert<sup>180</sup>. Die langweilige Antwort lautet wahrscheinlich, es kommt auf den Robo und den menschlichen Berater bzw. die Beraterin an.

Man kann den Anlageprozess grob in 4 Schritte untergliedern: Finanzplanung, Risikoanalyse der Anlegerin oder des Anlegers, Portfoliozusammenstellung und Implementierung.

Finanzplanung: Robo-Advisors bzw. automatische Investment Advisors können z.B. durch Depot- und Kontoaggregation und intelligente Analysen dabei helfen, eine gute Übersicht über bestehende liquide Anlagen und laufende Einnahmen und Ausgaben zu schaffen. Typischerweise können Robos jedoch illiquide Anlagen wie Immobilien nicht adäquat berücksichtigen. Auch Verbindlichkeiten wie Konsumentenkredite etc. sind nicht einfach automatisiert zu erfassen.

Tools können auch dabei unterstützen, wenn es um die systematische Zusammenstellung von geplanten Ausgaben und Einnahmen geht. Durch Fragen auch nach nicht-finanziellen Risiken kann zudem automatisch analysiert werden, welche Versicherungen sinnvoll sein können. Steuer- und Erbschaftsthemen wiederum sind automatisiert nur schwer abzuarbeiten.

Anleger-Risikoanalyse: Kapitalanlage-bezogene Risikoanalysen können sehr gut automatisiert erfolgen, z.B. mit dem Tool auf [www.behavioral-finance.de](http://www.behavioral-finance.de). Allerdings fehlt bei Robos manchmal eine Erklärung bzw. Dokumentation, warum das Risikotool so ausgestaltet ist, wie es ist, und wie von den Ergebnissen auf geeignete Anlageportfolios geschlossen werden kann.

Die Portfoliozusammenstellung besteht aus Asset-Allokation, also der Verteilung der Anlagen über Anlageklassen und aus der Titel- bzw. Wertpapierselektion sowie Wertpapiergewichtung. Die Portfoliozusammenstellung sollte individuell auf die Bedürfnisse von Anlegern abgestellt werden und die Aufsichtsbehörden sehen bei Robos einige Risiken in Bezug auf diese Individualisierung. Außerdem thematisieren die Behörden mögliche Vorteile von Algorithmen für die Lösung von Anlagethemen, besonders weil sie konsistente Lösungen bieten und aktuelle Marktdaten besser verarbeiten können. Aber es wird auch auf die Robo-Risiken Intransparenz, versteckte Kosten, falsche Algorithmen und Manipulationen hingewiesen.

Die Unsicherheit von Prognosen oder die Sensibilität von Algorithmen werden jedoch nicht thematisiert. So stimmen viele Wissenschaftler und Anlagepraktiker typischerweise darin überein, dass vor allem die Asset Allokation und Kosten die Anlageergebnisse bestimmen. Asset Allokationen werden bei Robos aber auch von vielen menschlichen Beratern mit Hilfe von Algorithmen bzw. mathematischen Modellen bestimmt. Man kann davon ausgehen, dass Robos vor allem Markowitz-Optimierungen oder daraus abgeleitete Modelle nutzen. Es werden zwar mehrere Anlagesegmente genutzt aber oft nur aus den Anlageklassen Aktien und

---

<sup>180</sup> Zu möglichen Vor- und Nachteilen von Robos gegenüber menschlichen Beratern siehe z.B. ESMA European Securities and Markets Authority et al.: Joint committee discussion paper on automation in financial advice, 5. Dezember 2015, S. 17/18 und 21-27

Anleihen. In der Regel werden Prognosen zu Renditen, Risiken und Abhängigkeiten zwischen Anlagesegmenten benötigt. Prognosen werden oft vor allem Vergangenheitsdaten zugrunde gelegt. Das führt z.B. dazu, dass Anleihen meist als sichere Anlagen gelten. Sogenannte defensive Portfolios setzen daher in großem Umfang auf Anleihen.

Einige „menschliche“ Berater hinterfragen diese Annahmen seit einiger Zeit. Es ist aber anzunehmen, dass menschliche Berater implizit oder explizit mit ähnlichen Modellen arbeiten wie Robos. Ähnliche Modelle und grundsätzliche Ausrichtungen von Prognosen können trotzdem zu sehr unterschiedlichen Allokationen führen<sup>181</sup>. Das größte Problem für Anleger ist daher die Input- und Modellabhängigkeit von Anlageempfehlungen sowohl von Beratern als auch von Robos.

Die Frage ist also nicht, ob Berater oder Robos bessere Portfolios zusammenstellen können, sondern welche Daten und Modelle bzw. Annahmen verwendet werden. Selbst wenn die Modelle von Robos voll transparent wären, wäre nicht viel erreicht. Denn um die Ergebnisse nachvollziehen zu können, müssten zu jedem Zeitpunkt alle Inputdaten offen gelegt werden. Robos liefern daher zwar vielleicht konsistente Ergebnisse, die aber auch konsistent falsch sein können. Damit ergibt sich die Forderung nach mehr Transparenz der Robos. Dokumentierte Erklärungen, warum was wann wie gemacht wird, reduzieren auch den Aufwand eines Beraters, der nicht immer dasselbe erklären muss.

Kommen wir zum zweiten Punkt der Portfoliozusammenstellung, der Wertpapierselektion. Diese wirkt sich vor allem auf die Kosten aus. Man kann feststellen, dass kostengünstige Anlagen meist bessere Anlageergebnisse bringen als teure Anlagen. Außerdem könne illiquide Anlagen die Flexibilität begrenzen und damit für Anleger, die auf Liquidität angewiesen sind, nachteilig sein. Umgewichtungen von Portfolios oder Rebalanzierungen kosten ebenfalls zunächst Geld. Umschichtungen, die regelmäßig häufiger als einmal pro Jahr erfolgen, haben sich in der Vergangenheit nicht unbedingt als vorteilhaft für Anleger erwiesen.<sup>182</sup>

In Bezug auf Kosten haben die meisten Robos, sofern sie auf kostengünstige ETFs bzw. Fonds und wenige Umschichtungen setzten, klare Vorteile gegenüber menschlichen Beratern. Zunächst muss ja die Beratung selbst bezahlt werden. Diese kann kostenlos erscheinen, wird dann aber durch Vertriebsprovisionen bzw. Rückvergütungen („Kickbacks“) von Produktanbietern bezahlt. Da Honorarberatung von Endkunden noch kaum akzeptiert wird, ist es nicht verwunderlich, wenn Berater oft Fonds mit hohen Provisionen anbieten. Insbesondere illiquide Investments sind oft attraktiv für Berater. Und es gibt Berater die Wertpapieranlagen umschichten, weil ihnen das zusätzliche Provisionen einbringt und mehr Trading auch mehr Beratung braucht.

Systemische Risiken, also dass Robos Marktkrisen durch gleichgerichtetes Handeln auslösen oder verstärken können, können dagegen ausgeschlossen werden, weil Robos noch so wenig Geld verwalten. Anleger haben aber vor allem Sorge, dass Robos in Marktkrisen nicht adäquat reagieren können. Ob Menschen oder Robos in Krisen besser für die Anleger handeln, ist unklar. Wenn man die Finanzkrisen der letzten Jahre analysiert wäre es oft besser gewesen,

---

<sup>181</sup> s. zum Beispiel Pseudo-Optimierer auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>182</sup> s. Abschnitt „Rebalanzierungen“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und dort erwähnte Quellen

man hätte gar nicht gehandelt sondern seine jeweiligen Anlagestrategien, sofern diversifiziert, durchgehalten. Das können Robos wahrscheinlich besser als menschliche Berater.

Implementierung: Hier können Robos ihre volle Stärke ausspielen, sofern es um liquide Anlagen geht. Robos können aber nicht allen Anlegern immer alle ihre Fragen beantworten. Sie sollten aber in der Lage sein, möglichst viele dieser Fragen standardmäßig abzudecken. Aber warum Robo A besser als Berater B ist und ähnliche Fragen werden nur mit Hilfe menschlicher Berater beantwortet werden können.

Fazit: Das Risiko einer Fehlberatung besteht vor allem in einer unzureichenden Finanzplanung. Es ist aber anzunehmen, dass Nutzer mit geringen finanziellen Möglichkeiten normalerweise auch nur relativ einfache Finanzplanungen benötigen, die dementsprechend einfach automatisiert werden können. Ein weiteres erhebliches Risiko ist eine falsche Asset-Allokation. Aufsichtsbehörden übersehen in ihrem Diskussionen über Algorithmen bzw. Modelle, dass diese äußerst anfällig auf kleine Änderungen reagieren können bzw. stark prognoseabhängig sind. Und Prognosen sind bekanntlich schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen. Menschliche Berater arbeiten allerdings ähnlich. Große Organisationen mit vielen Beratern, die auf einem einzigen Modell aufsetzen, sind daher systemisch kritischer zu betrachten als Robos.

Die (hybride) Kombination von Beratern mit für Anleger (und idealerweise auch für Aufseher und Verbraucherschützer) transparenten Robos scheint am erfolgversprechendsten für alle Parteien zu sein. Weil die individuelle Dateneingabe vom Kunden selbst übernommen werden kann und Analysen automatisiert unterstützt werden, sparen Berater Kosten und gewinnen Zeit für qualifizierte Beratung. Transparenz für Anleger sollte die Beratungsqualität weiter erhöhen. Das gilt allerdings nur, wenn die Transparenz mit dem Willen der Anleger einhergeht, sich über Geldanlagen selbst genau zu informieren. Menschliche Berater werden also nicht überflüssig werden.

Klar ist, dass sich persönliche Beratung auch für Anbieter lohnen muss. Menschliche Berater können auch bei vertriebsprovisionsbasierten Modellen an Anlegern mit geringen Anlagesummen nicht adäquat verdienen. Die Grenzkosten weiterer Anleger für Robo-Advisors sind jedoch sehr gering und die technischen bzw. Online-Informationsmöglichkeiten sind inzwischen sehr vielfältig bis hin zu voll automatisierten Chatbots. So können sich auch Anleger mit geringen finanziellen Mitteln, die einen Online-Zugang haben, adäquat informieren und kostengünstige und für sie passende Anlagemöglichkeiten online finden. Die technische Entwicklung sollte auch die Grenzen für bezahlbare persönliche Beratung senken. Das ist unabhängig davon, ob die persönliche Beratung direkt vom Anleger bezahlt oder indirekt über Provisionen von Produktanbietern kompensiert wird.

Zur finanziellen Möglichkeit, für Beratung zu zahlen, muss jedoch auch der Wille kommen. Der Wille, adäquat für den Knowhow- und Zeiteinsatz von Beratern zu zahlen, ist in Deutschland – aber offenbar auch in UK – sehr beschränkt. Modelle, die eine vom Anlagevolumen abhängige Beratungs- bzw. Servicegebühr nutzen, scheinen für Anleger attraktiver zu sein und können das Risiko der falschen Produktselektion und des übermäßigen Tradings reduzieren.

## SCHWANKUNGEN SIND TOLERIERBAR, INTRANSPARENZ NICHT (8-2017)

Die Bestimmung von Risikotragfähigkeiten von Anlegern bzw. der „Geeignetheit“ von Portfolios sind wesentliche Bestandteile der Beratung von Anlegern und werden zunehmend detaillierter reguliert. Dabei stehen Volatilitäten bzw. Schwankungen im Vordergrund. Früher war es für Anleger schwierig festzustellen, wie viel Risiko sie tragen können und welche Portfolios zu ihnen passen. Banken und freie Berater haben die Risikoeinschätzungen und Portfolioauswahl für die Anleger durchgeführt aber selten transparent gemacht. Das ändert auch die neue Regulierung nicht, die aber immerhin die Kosten für Anleger transparenter macht.

Aber seit einiger Zeit gibt es Online-Plattformen (auch als Robo-Advisors bekannt), die mit hoher Transparenz werben. Auf diesen können Anlageinteressenten selbst ihre Daten und Anlagepräferenzen eingeben. Danach erhalten sie Portfoliovorschläge, die ihrer Risikotragfähigkeit entsprechen sollen. Trotzdem ist für Anleger oft nicht transparent nachvollziehbar, warum welche Risikoprofile entstehen (siehe auch Michael Tertlit/Peter Scholz: To Advise, or Not to Advise — How Robo-Advisors Evaluate the Risk Preferences of Private Investors, Hamburg 2017). Es ist ihnen oft auch nicht klar, warum welche Anlageempfehlungen genau diesen Risikoprofilen entsprechen sollten. Das geht aber auch anders.

Als wir ([www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) Ende 2015 nach einem passenden Risikotool suchten, haben wir uns für das wissenschaftlich basierte Tool von Professor Weber von der Uni Mannheim entschieden (siehe [www.behavioral-finance.de](http://www.behavioral-finance.de)<sup>183</sup>). Von einer wissenschaftlichen Basis sollte man sich allerdings nicht blenden lassen. Fast alle Robo-Advisor werben mit irgendeiner wissenschaftlichen oder Nobelpreisträger-Basis. Das bedeutet aber nicht, dass ihr Vorgehen für Anleger nachvollziehbar ist.

Beim Tool von Professor Weber werden Anleger sehr anschaulich mit Verlusten und Verlustwahrscheinlichkeiten des deutschen Aktienmarktes konfrontiert. Außerdem arbeitet das Tool mit vielen Variationen, bevor man Ergebnisse bekommt. Dieses Vorgehen ist verhaltenswissenschaftlich begründet und sehr gut nachvollziehbar.

Andere Tools setzen nur auf Portfolioschwankungen (Volatilitäten) und oft auch nur auf solche der jüngsten Vergangenheit. Und in den letzten Jahren waren die Schwankungen an den Anlagemärkten recht gering. Den meisten Anlegern ist es aber wahrscheinlich sogar egal, ob hohe Schwankungen auftreten, solange ihre Kapitalanlagen an Wert gewinnen. Ihnen ist es auch egal, ob Verluste mit niedrigen Schwankungen einhergehen, denn die Verluste schmerzen mehr als die Schwankungen.

Inzwischen haben wir ein eigenes und mit sehr wenig Zeitaufwand nutzbares Risikoeinschätzungstool entwickelt, welches ohne Angaben von Anlagebetrag oder Anlagehorizont bzw. Risikotoleranz auskommt (siehe "Risikowahl" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Unser Tool zeigt Anlegern Verluste und Renditen des Weltaktienmarktes in unterschiedlichen Perioden seit 2007. Damit ist die letzte große Aktienmarktkrise von 2007/2008 enthalten. Zusätzlich können Anleger die Verluste eines aus 50% Weltaktien und 50% „Cash“ bestehenden Portfolios analysieren. Anleihen haben in der

---

<sup>183</sup> <https://www.behavioral-finance.de/blank>

Vergangenheit durch Zinssenkungen oft relativ stark an Wert gewonnen. Für die Zukunft werden aber von fast allen Profis Zinssteigerungen erwartet, die zu Wertverlusten bei Anleihen führen. Wir nutzen daher zinsloses „Cash“ für "Rückrechnungen" aber auch zur möglichen Reduktion künftiger Portfoliorisiken. Viele andere Tools verwenden die guten Anleiherenditen der Vergangenheit und nicht alle berücksichtigen die starken Verlustjahre der letzten großen Finanzkrise.

In unseren Darstellungen kann man Wertverluste von circa 50% bei Aktien in 2008 feststellen und entsprechend auch 25% Verluste von Aktien/Cash Kombinationen. Allerdings gibt es seit 2007 keine 6 Jahresperiode, in denen Anleger insgesamt (kumuliert) nominal Geld verloren hätten. Früher gab es jedoch Perioden von über 10 Jahren mit Verlusten und in einzelnen Märkten wie Japan sogar noch viel länger. Um solche Analysen selbst durchzuführen, kann man die kostenlosen Tools auf [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) nutzen.

Unsere Erwartung ist daher, dass Anleger mit einem Anlagehorizont von mehr als 6 Jahren bei einem breiten Aktieninvestment künftig selten sehr schmerzhafteste Verluste erleiden sollten. Zwischenzeitliche Schwankungen könnten bzw. sollten ihnen daher egal sein.

Bei einem Anlagehorizont unter sechs Jahren kann es nicht nur für Aktien sondern auch für Aktien/Cash Kombinationen mit hoher Wahrscheinlichkeit zu erheblichen Verlusten kommen. Anleger mit einem kürzeren Anlagehorizont müssen auch hohe Schwankungen tolerieren können. **Da Langfristanleger Schwankungen ignorieren können und Kurzfristanleger Schwankungen akzeptieren müssen, sind Schwankungsanalysen nicht sehr hilfreich für die Selektion des Risikoteils eines Portfolios.**

Allerdings werden Geldanlagen oft nach ihren Schwankungen in Risikoklassen eingeteilt. So beruht die Risikoangabe bei Publikumsfonds alleine auf Schwankungen der jeweils letzten fünf Jahre (Stichworte SRRI oder KIID oder KID-Risikoklassen). In Marktphasen mit geringen Volatilitäten weisen deshalb oft auch Fonds mit hohen Verlustrisiken relativ niedrige schwankungsbasierte Risikoklassen auf. Wir haben das für unsere Portfolios ausgerechnet. Aktienportfolios mit Verlustrisiken von ca. 50% in Aktienjahren wie 2008 haben aktuell Risikoklassen von 5 auf einer Skala von 1 bis 7. Aktien/Cash Portfolios mit Verlustrisiken von etwa 25% weisen aktuell Risikoklassen von 4 auf, die als relativ risikoarm gelten (siehe "Portfolio-Risiken" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Risikobeurteilungen von Portfolios auf Basis von tolerierbaren Verlusten halten wir für viel aussagekräftiger. Ganz unwissenschaftlich haben wir daher eine „Übersetzungstabelle“ entwickelt. Danach müssen Anleger bis zu einem Anlagehorizont von drei Jahren Portfolios mit der höchsten Risikoklasse tolerieren können, denn bei Anlagehorizonten von ein bis drei Jahren können sowohl reine Aktienanlagen aber auch 50/50 Mischungen von Aktien/Cash Schwankungen der Risikoklasse 7 aufweisen. Wenn man Portfolios mit geringeren Schwankungen bzw. Risikoklassen haben möchte, kann man die jeweiligen Portfolios mit noch mehr als 50% „Cash“ kombinieren. So weist der Renditeteil des Anlegers zwar weiter eine offizielle schwankungsbasierte Risikoklasse von 7 auf, hat aber z.B. nur noch 25% Anteil am Anlagevolumen, da 75% in „Cash“ angelegt werden.



Mit diesen einfachen Tools erhalten Interessenten die volle Transparenz darüber, wie ihre Risikotoleranz klassifiziert wird. Zusätzlich erhalten sie Transparenz über die Bestimmung der Risikoklassen von Anlageportfolios. Und das Ganze kann ohne Angabe persönlicher Daten vorgenommen werden, da Diversifikator einem „No Data“ Datenschutz-Ansatz verfolgt.

Hinzu kommt, dass die Anlageportfolios „most-passive“ nach einfachen Regeln, ohne Optimierungen und ohne klassische Algorithmen aber dafür mit detaillierten Dokumentationen erstellt werden und daher einfach nachzuvollziehen sind. Das gilt zwar auch für viele ETFs aber nur selten auch für Multi-Asset Portfolios aus ETFs. Ausserdem gibt es gerade im Bereich der nachhaltigen Anlagen bisher noch wenige derart transparente und einfach nachvollziehbare Anlageprodukte, die durch den "most-passive" Ansatz zudem auch sehr kostengünstig umgesetzt werden können.

Zusätzlich wird Anlegern eine ebenfalls transparente kriterienbasierte Portfolioselektion ermöglicht (siehe "Portfoliowahl" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

## DEUTSCHER ROBO-VERGLEICH: INVESTMENTPHILOSOPHIEN UND VIELE WEITERE UNTERSCHIEDE (7-2016)

Inzwischen gibt es über ein Dutzend mehr oder weniger bekannte Robo-Advisors in Deutschland. Unter Robo-Advisors verstehe ich dabei Unternehmen, die online unter eigenem Namen (d.h. B-C, nicht B-B) anlegerabhängige (d.h. meist für unterschiedliche Risikoneigungen) diversifizierte Portfolios (d.h. kein Crowdfunding) für mittel- bis langfristig orientierte (d.h. keine Trading-, Handels oder Sparplattformen) Privatpersonen anbieten.

Bisherige deutsche Vergleiche solcher Plattformen nutzen vor allem die folgenden Kriterien:

- Nötige Mindestanlagen und Ziel-Anlegersegmente
- Sparplanfähigkeit
- Gebühren
- Bisherige Performance
- Regulierungsstatus

Internationale Vergleiche<sup>184</sup> nutzen weitere Kriterien wie

- Größe, gemessen in Assets under Management
- (Un-)Abhängigkeit von traditionellen Finanzdienstleistern
- Universalanbieter oder Altersvorsorgespezialisten
- Internationalität
- Online only oder zusätzlich persönliches Beratungsangebot

---

<sup>184</sup> s. z.B. Financial Technology Partners: Are Robos taking over? June 2016

Es ist aber besonders wichtig zu verstehen, warum die Robo-Advisors welche Anlagevorschläge machen. Daher halte ich folgende Aspekte ebenfalls für interessante Unterscheidungsmerkmale:

- Generische oder Goals-Based Risikobestimmung
- Investmentphilosophie
- Portfoliodiversifikation (Anlagesegmente, Produkthanbieter, Titel)
- Sonderaspekte wie verantwortungsvolles Investieren
- Risikomanagementansätze
- Funktions- bzw. Prozessschritttumfang
- Benutzerfreundlichkeit
- Transparenz

Vereinfachend kann man Folgendes feststellen:

1. Die Mindestanlageempfehlungen betragen von 0 bis EUR 100.000 (Liquid), meist aber nicht mehr als EUR 10.000 und liegen damit nennenswert unter den Mindestanlagevoraussetzungen von persönlichen Beratungen, die bei unabhängigen Beratern manchmal schon bei EUR 25.000 aber bei Banken oft erst ab EUR 250.000 starten. Bei Beratungskosten von 1% auf EUR 25.000 kann man aber nicht erwarten, dass man dafür mehr als 2 Stunden persönliche Beratung pro Jahr erhält. Die meisten Robo-Advisors gehen von Einmalanlagen aus, Sparpläne sind aber ebenfalls oft im Angebot<sup>185</sup>.
2. Die Gebühren reichen von 0,15% p.a. für relativ hohe Anlagesummen bis zu 1% p.a. für geringe Anlagesummen. Dabei sind allerdings weder ETF- bzw. Fonds- noch Implementierungskosten berücksichtigt, also Depotkosten und Handelskosten, die besonders für häufige Depotumschichtungen zu nennenswerten Mehrkosten führen können. Zumindest ein Anbieter (Ginmon) verlangt zusätzlich erfolgsabhängige Gebühren, die in Zeiten guter Marktentwicklungen relativ hoch ausfallen können, und ein Anbieter (Just ETF) verfolgt ein Abonnementmodell mit volumenunabhängigen monatlichen Gebühren. Eine Bank (Comdirect) nimmt keine zusätzlichen Gebühren. Das kann sich Comdirect wahrscheinlich gut leisten, da anscheinend überwiegend hauseigene Produkte bzw. Produkte mit Provision für die Bank genutzt werden.
3. Die Performance seit Auflage der Strategien ist nicht immer transparent dargestellt. Cashboard verspricht für kleine Anlagebeträge bis EUR 10.000 und über einem Jahr Laufzeit mindestens 2% Rendite, das ist aber nach eigenen Aussagen nur als Marketingaktion gedacht und sagt nichts über die wirklich erwarteten Renditen aus. Whitebox nennt Outperformanceerwartungen gegenüber nicht-Robos von mindestens 3,5% p.a., was schwer erreichbar erscheint. Die Portfolios der Robo-Advisors, die auf fixe Allokationen aus Aktien und Anleihen setzen, sollten relativ ähnlich performen. Je einfacher, regelbasierter und transparenter die Anlagestrategie ist, desto eher sollten Backtests und erste echte Anlageerfolge als Indikation für eine mögliche künftige Performance dienen können.
4. Die Anbieter unterscheiden sich nach dem Umfang ihrer Lizenzen bzw. des Regulierungsstatus. Am weitgehendsten sind die von den Banken. Whitebox und Scalable sind mit ihren Vermögensverwaltungslizenzen in der Lage, die Implementierung von

---

<sup>185</sup> Volumensangaben und Gebührenangaben s. [www.extra-funds.de](http://www.extra-funds.de)

Portfolios weitestgehend selbst zu übernehmen. Die meisten anderen Anbieter sind als vertraglich gebundene Vermittler organisiert sind und kooperieren dafür mehr oder weniger eng mit regulierten Partnern.

5. Etwa ein Drittel der deutschen Anbieter ist Bankabhängig und die meisten sind mit Venture Capital finanziert. Die Eigentümerstruktur der Venture Capital finanzierten Anbieter wird sich daher naturgemäß künftig ändern. Es ist zu erwarten, dass es auch nach dem Easyfolio-Verkauf an Hauck & Aufhäuser zu weiteren Verkäufen an traditionelle Anbieter kommen wird und auch zu der einen oder anderen Insolvenz.
6. Die meisten deutschen Anbieter sind sehr klein bezogen auf ihre Assets under Management. Der wohl derzeit größte Anbieter (Quirion) hat nach eigenen Aussagen Ende 2016 ca. EUR 50 Mio. Assets under Management und Scalable gut EUR 100 Mio.. Die Mitarbeiteranzahl der Robo-Advisors liegt im Maximum bei knapp unter 40 (Scalable), es finden sich aber auch Anbieter mit sehr wenigen Mitarbeitern. Bisher ist wahrscheinlich keiner der Anbieter profitabel.
7. Persönliche Beratung wird in Deutschland bisher nur von Quirion angeboten. Diversifikator verfolgt allerdings ein B-B Konzept, welches komplett auf Beraterkooperation ausgerichtet ist und andere Robo-Advisors haben angekündigt, dass sie mit Beratern kooperieren möchten.
8. Die ersten Anbieter, in diesem Fall vor allem aus Großbritannien heraus aber auch Scalable, bieten ihre Services inzwischen nicht nur in einem Land sondern international an.
9. Es werden nicht nur Einheits-Portfolios angeboten sondern meist mehrere von der individuellen Risikoneigung abhängige Portfolios. Die meisten Anbieter lassen ihre Anleger eine generelle Risikoneigung einschätzen. In den USA ist Goal-Based Investing verbreitet, wobei die Risikoneigung pro Sparziel festgelegt wird. In den USA gibt es auch online „Retirement“ Spezialisten. In Deutschland könnte sich Fairr dorthin entwickeln, bisher werden allerdings nur standardisierte Anlagemöglichkeiten angeboten.
10. Alle drei Arten von Investmentphilosophien sind vertreten. Man findet bei mindestens einem Anbieter eine diskretionäre, d.h. von Investment-Spezialisten abhängige Anlagephilosophie (Liquid). Alle anderen Anbieter scheinen voll oder weitgehend personenunabhängig und regelbasiert zu arbeiten. Die Hälfte dieser Anbieter nutzt Rendite- und/oder Risikoprognosen für Anlageempfehlungen, die andere Hälfte scheint ohne Prognosen auszukommen. Damit ist die systematisch-prognosefreie Anlagephilosophie wesentlich stärker vertreten als in der traditionellen (Offline-)Anlageberatung bzw. Vermögensverwaltung.
11. Die Anbieter unterscheiden sich auch in dem Grad der Diversifikation. Während alle Portfolios über mehrere hundert bzw. tausend Titel diversifiziert sind, werden nicht alle Anlagesegmente von allen Anbietern genutzt. Die Diversifikation geht von wenigen ETFs bis zu über 20 ETFs in einigen Portfolios. Ein Anbieter nutzt auch illiquide Anlagen (Liquid), ein Anbieter nutzt ganz überwiegend (Cashboard) oder teilweise (Visualvest, Comdirect) auch sogenannte aktive Fonds, vier Anbieter nutzen nur klassische Aktien- und Anleihen-ETFs. Die anderen Anbieter nutzen zum Teil auch Segmente wie Immobilienaktien/REIT-ETFs, Rohstoff-Future-ETFs oder Rohstoff-Aktien-ETFs etc., mit der größten derartigen Allokation/Diversifikation bei Diversifikator. Diversifikator ist zudem der einzige Anbieter, der keine negativ- bzw. niedrigverzinslichen Anleihen in die Portfolios aufnimmt.
12. Die meisten Robo-Advisors setzen vor allem auf eine mehr oder weniger breite Diversifikation zur Risikoreduktion. Fast alle sogenannten risikoarmen Portfolios zeichnen sich durch hohe Anleiheanteile aus (Ausnahme Diversifikator mit einem hohen Cash- statt Anleihe-Anteil), was zu guten Backtests führt aber indirekt auch bedeutet, dass man diesem Anlagesegment gute künftige risikoadjustierte Erträge erwartet. Die Portfolios werden

mindestens einmal pro Jahr auf ihr Ursprungsgewicht rebalanziert. Statt einer zeitlichen Rebalanzierung nutzen einige Anbieter eine Bandbreiten-Rebalanzierung, d.h. wenn bestimmte Allokationen zu Anlagesegmenten über- oder unterschritten werden, werden die Allokation auf ihre Ausgangsgewichte zurückgeführt. Daneben gibt es dynamischere Risikomanagementkonzepte, die vor allem aus Risikoprognosen abgeleitet werden (siehe Scalable). Aktives Risikomanagement bzw. Rebalanzierungen führen zu Implementierungskosten, die besonders bei kleinen Portfolios kritisch analysiert werden sollten. In der wissenschaftlichen Literatur herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass aktives Risikomanagement für Langfristanleger zu niedrigeren Renditen führt, aber auch Risiken reduzieren kann. Es herrscht aber keine Einigkeit darüber, welche Art von Risikomanagement funktioniert bzw. besonders gut funktioniert.

13. Verantwortungsvolle Portfolios werden aktuell nur von Visualvest (mit aktiven Fonds) und Diversifikator (mit ETFs) angeboten.
14. Kernfunktionen der Robo-Advisors sind die Risikoeinschätzungen von Anlegern, die Portfolioempfehlungen, die Portfolioimplementierungen in Depots sowie das Reporting. Andere Funktionen wie Konto- bzw. Depotaggregation, Finanzplanung, Portfoliotests und -simulationen, starke Portfolioindividualisierungen und aktives Risikomanagement von Portfolios werden derzeit nur selten angeboten.
15. Die Benutzerfreundlichkeit der Robo-Angebote erscheint überwiegend recht hoch, die Transparenz unterscheidet sich jedoch relativ stark. So kann nur in wenigen Fällen einfach und überzeugend nachvollzogen werden, wieso welches Portfolio für welchen Anlegertyp empfohlen wird, z.B. in Bezug auf genutzte Anlagesegmente und Begründungen für deren Gewichtungen bzw. Nicht-Nutzung.
16. Es gibt noch eine Reihe weiterer Aspekte, welche die Robo-Advisors voneinander und von traditionellen Beratern bzw. Verwaltern unterscheiden. So stellt Scalable sein Risikomanagement heraus, Liquid die Nutzung illiquider Investments und Diversifikator seinen No- bzw. Small Data Ansatz und seine most-passive Weltmarkt, ESG-, Islamic- und Alternatives-ETF Portfolios.

## DEUTSCHE ROBO-ADVISORS ADRESSIEREN DIE FALSCHEN ZIELKUNDEN (9-2016)

Es gibt mehrere potentielle Zielkundengruppen von Robo-Advisors: Erstens Kunden, denen wegen ihrer geringen Anlagevolumina keine persönliche Beratung durch traditionelle Berater angeboten wird. Im Idealfall bieten Robo-Advisors diesen Kunden grundsätzlich eine individualisierte Beratung an. Manche sprechen dabei von digitaler Demokratisierung bzw. der Schließung des „Advice Gap“ durch Robo-Advisors<sup>186</sup>.

Zweitens tendenziell etwas einkommensstärkere Zielkunden, denen zwar ein persönlicher Service durch traditionelle Berater offen steht, die aber keine persönliche Beratung haben wollen, sondern die sich lieber selbst beraten. Das sind überwiegend relativ junge Leute. Diese beiden Gruppen sind offenbar die beiden Hauptzielgruppen deutscher Robo-Advisors.

Die dritte potentielle Zielgruppe sind Bestandskunden traditioneller Berater, sei es von Bankberatern oder unabhängigen Beratern bzw. Vermögensverwaltern. Diese dritte Gruppe ist

---

<sup>186</sup> s. Prof. Tilmes von der European Business School in Cash Online vom 15.9.2016

in Bezug auf ihre Anlagevolumina viel attraktiver als die erste Gruppe und wahrscheinlich auch attraktiver als die zweite Gruppe, denn Beratungskunden sind meist bereits älter und oft auch schon vermögend. Diese Beratungskunden sind zwar häufig grundsätzlich berater- bzw. bankkritisch, sie sind aber meist ziemlich zufrieden mit ihren persönlichen Beratern.

Das heißt aber nicht, dass Robo-Advisors keine Chance auf Geschäft mit vermögenden Kunden haben. Laut einer aktuellen Studie<sup>187</sup> sind in den USA sogar 80% der über 35jährigen immer noch fast 60% der über 55jährigen relativ erfahrenen und handelsaktiven Selbstentscheider dafür offen, Robo-Advisor Support zu nutzen. Über 40% der Befragten dieser beiden Altersgruppen bevorzugen hybride Lösungen, die persönliche Beratung mit Online Unterstützung kombinieren. In einem anderen aktuellen Report heißt es: „Almost all observers believe that some form of hybrid model will predominate going forward“<sup>188</sup>.

Die bekanntesten bzw. größten US Robo-Anbieter mit hybriden Ansätzen sind Future Advisor, SigFig, Betterment Institutional, Charles Schwab und Vanguard. Robo-Advisors, die explizit darauf ausgerichtet sind mit Beratern zu kooperieren, gibt es in Deutschland aber bis auf Diversifikator meines Wissens noch nicht.

Ob traditionelle Berater Robo-Advice als eine Wachstumschance sehen, ist unklar. In den USA sind die Erfahrungen von Beratern mit Robo-Unterstützung sehr positiv<sup>189</sup>. In Europa sieht das noch anders aus. In Großbritannien sehen sich nach einer nicht repräsentativen Befragung sogar 90% aller Berater eher durch Robo-Advice bedroht<sup>190</sup>.

Einige für vermögende Anleger wichtige Aufgaben können von Robo-Advisors zumindest heute aber noch nicht gut gelöst werden. Professor Tilmes von der European Business School führt z.B. auf: „komplexe und eher hochmarginale Beratungsleistungen im Bereich der ganzheitlichen Finanzplanung (Financial Planning), der Vermögensnachfolgeplanung (Estate Planning), der Ruhestandsplanung, der Stiftungsplanung, des Private Real Estate Managements oder der Testamentsvollstreckung“<sup>191</sup>.

Professor Tilmes sagt auch: „Im Optimalfall können digitale Lösungen .... dazu genutzt werden, den Kunden besser und intensiver zu beraten und zu betreuen und ihn gleichzeitig .... zu einem noch aktiveren Teil der Dienstleistungserstellung werden zu lassen. Dies wäre dann das Beste aus zwei Welten und hätte gegenüber dem ein oder anderen Fintech-Angebot, bei dem der Kunde am Ende doch die Unterstützung und Hilfestellung eines Beraters vermisst, einen entscheidenden und schwer zu kopierenden Wettbewerbsvorteil voraus“<sup>192</sup>.

---

<sup>187</sup> E\*TRade Financial Befragung Q 3 2016 Streetwise Report von über 900 amerikanischen Teilnehmern

<sup>188</sup> Finextra/EPAM, „The future of advisory, exploring the impact of robo on wealth management“ vom September 2016 Einleitung und S. 27

<sup>189</sup> siehe Beitrag vom 24.8.2016 auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com): „Vermögensverwalter können mit „Robo-Support“ sehr stark wachsen“

<sup>190</sup> s. Finextra/EPAM S. 8: mit Verweis auf eine Studie von Panacea Adviser vom 15.7.2016

<sup>191</sup> s. Cash Online vom 15.9.2016

<sup>192</sup> s. Cash Online vom 15.9.2016

## VERMÖGENSVERWALTER: HOHE ETF-NUTZUNG UND VIEL INTERESSE AN ROBO-BERATUNG (4-2017)

Vermögensverwalter gelten als besonders treue Anhänger aktiver Fonds. Viele Vermögensverwalter sind selbst aktive Portfoliomanager und mit dem Vertrieb aktiver Fonds kann man ziemlich gut verdienen. Daher sind einige Ergebnisse der Studie „ETFs, Fonds, Robo-Advisory, Regulierung bei Vermögensverwaltern in Deutschland“ unseres Partners QAP Analytic Solutions (s. [www.qap-analytics.com](http://www.qap-analytics.com)) besonders interessant:

Bereits 86% der befragten Vermögensverwalter setzen ETFs ein (S. 4). 13% der Befragten nutzen ETFs sogar für mehr als 50% des verwalteten Vermögens und weitere 27% für mehr als 25% des Vermögens (S. 5/6). Und fast 60% aller Befragten wollen ihr ETF Allokation in den nächsten 12 Monaten erhöhen (S. 5).

Über 70% setzen ETFs wegen ihrer niedrigen direkten Kosten ein (S. 11). Was dagegen selten thematisiert wird: ETFs werden aber auch als wichtig für die Senkung der internen Kosten der Vermögensverwalter angesehen (S. 11).

Über 50% der Befragten nannten zudem bessere Asset-Allokationsmöglichkeiten (S. 7) als wichtigen Grund für den Einsatz von ETFs. Aus den Antworten wird aber nicht klar, ob ETFs aktive Fonds nur als Instrumente einer aktiven Asset Allokation ersetzen oder ob die Nutzung von ETFs zu einer insgesamt passiveren oder sogar aktiveren Asset Allokation führt. Auch Letzteres ist möglich, da Transaktionen mit ETFs schneller umgesetzt werden können als mit klassischen Fonds. So gibt es eine interessante Studie, die zeigt, dass Privatanleger offenbar so agieren („Abusing ETFs“ von Bhattacharya/ Loos/Meyer/Hackethal, July 2016).

Ich halte gutes aktives Allokations-Management für sehr schwierig. Es wird dauerhaft wohl nur wenigen Vermögensverwaltern gelingen, passive Anlagelösungen wie die von Robo-Advisors mit aktivem Assetmanagement outzuperformieren (zur aktuellen Performance von Robo-Advisors siehe z.B. [www.brokervergleich.de](http://www.brokervergleich.de) und – „in eigener Sache“ - [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Vermögensverwalter können aber selbst zusätzlich Robo-Advisory anbieten. Schließlich sind sie an internen Kostensenkungen interessiert und sehen als größte Herausforderung auf der Vertriebsseite die Online-Erreichbarkeit von Kunden (S. 21). Dementsprechend wird eine Online Vermögensverwaltung bereits von fast der Hälfte der befragten Vermögensverwalter angeboten oder zumindest geplant (S. 21).

Ein solches Robo-Beratungs- bzw. Verwaltungsangebot kann dazu führen, Bestandskunden effizienter zu bedienen und/oder mehr Kunden zu akquirieren. Verwalter können sich so stärker auf die nur schwer zu automatisierende Finanzplanung für Anleger konzentrieren, anstatt auf das - zumindest sofern es "passiv" ist - einfach zu automatisierende Portfoliomanagement. Durch zunehmende Automatisierung kann "passives" Management daher Auftrieb erhalten. Und durch mehr und schnellere automatisierte Informationen für den Anleger kann die Beratungsqualität verbessert und gleichzeitig können Kosten reduziert werden.

Auch der Beitrag zu Sparplänen von Christian Schuster von QAP ist lesenswert („Attraktive Sparpläne für Anleger und deren Berater“, S. 34-38; dazu siehe auch <http://prof-soehnholz.com/institutioneller-sparplan-leiden-des-fondsverkaeufers/>).

Was manchmal übersehen wird: Auch für Family Offices sind ETFs sehr wichtig (S. 30 der QAP-Studie; siehe auch interessanter Gastbeitrag von J. Christian Stadelmann: „Der Einsatz von Exchange Traded funds (ETFs) aus Single Family Office Perspektive“, S. 31-33). Das Thema Family Office und Robo-Advice wird in der Studie jedoch nicht adressiert (dazu siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/robo-advisor-fuer-family-offices/>).

## WIE ROBO-ADVISORS UND BANKEN KOOPERIEREN KÖNNEN (HYBRID-MODELLE) (APRIL-2016)

### **Reine Online- aber auch reine Offline-Modelle werden es in Deutschland schwer haben**

Fintech und Robo-Advisors sind modern. Man muss kein Prophet sein um vorherzusagen, dass die Online-Nutzung auch für Geldanlagen zunehmen wird. Das weitestgehende Online-Modell ist das sogenannte Robo-Investing. Dabei ist alles automatisiert und „Offline“ Beratung findet nicht mehr statt. Ob sich das reine Online-Modell durchsetzen wird, ist aber fraglich.

Um zu verstehen, was funktioniert und was nicht funktioniert, analysiert man üblicherweise die Entwicklung in den USA. Die inzwischen bei Profis auch in Deutschland bekannten unabhängigen „Robo-Advisor“ Wealthfront und Betterment können noch nicht profitabel sein. Sie haben jeweils über 100 Mitarbeiter und geben viel Geld für die Kundenakquise aus. Das bedeutet wesentlich höhere Kosten, als sie aus ihren inzwischen ca. 5 Milliarden verwalteten Kapitalanlagen an Gebühren einnehmen<sup>193</sup>. Selbst in den sehr online-affinen USA gehen Experten davon aus, dass die meisten Anleger auch künftig den Rat von professionellen Beratern suchen werden. Das soll insbesondere für finanziell attraktive Anleger mit größeren Anlagesummen gelten. So wird schon von Robo-Shakeout bzw. „Robo death“ in Bezug auf die reinen Online-Anbieter gesprochen.

Anleger mit kleinen Anlagebeträgen („Kleinanleger“) können oder wollen dagegen die Gebühren für professionelle offline Beratungen nicht tragen. In Großbritannien hat das auch die Finanzaufsicht (Financial Conduct Authority) erkannt und empfiehlt die Nutzung von Robo-Advice für Kleinanleger. Aber auch Kleinanleger haben Fragen zu Geldanlagen und zwar vor allem dann, wenn die Märkte nicht so gut laufen. Für solche Anleger bietet es sich an, mit einem Social Media-Ansatz auf den Austausch mit anderen Anlegern zu setzen. Das kann weitestgehend automatisiert werden, sollte aber auch moderiert werden.

Social Media „Beratung“ statt Beratung durch Profis kann für Trading-Ideen auch in Deutschland wohl ganz gut funktionieren, wie das Beispiel von Wikifolio zeigt. Für die seriöse mittel- bis langfristige Geldanlage breiter Bevölkerungsschichten kenne ich aber noch kein erfolgsversprechendes Modell, welches dauerhaft – und vor allem in Krisenzeiten – ohne

---

<sup>193</sup> Unter [www.credio.com](http://www.credio.com) findet man detaillierte Informationen zu 20 Automated Investment Advisors

professionelle Berater auskommt. Hinzu kommt, dass ein Robo-Advice Angebot für Retailanleger diese Retailanleger erst einmal erreichen muss. Dazu sind erhebliche Marketingaufwendungen erforderlich. Am ehesten erwarte ich, dass Banken mit einem großem bestehenden Retailgeschäft ihren Kleinanlegern Robo-Advice schmackhaft machen wollen, um Kosten zu senken, ohne die Kunden ganz zu verlieren.

Der Gegenpol zu vollautomatisiertem Robo-Advice sind Kunden und Berater, die gar keine Online-Unterstützung nutzen. Das halte ich für ein Auslaufmodell. Für die attraktiveren vermögendere und damit auch komplexeren Anleger wird wohl weiterhin eine persönliche Beratung erforderlich sein. Doch auch diese Anleger sind inzwischen in fast allen Altersgruppen sehr online-affin. Sie möchten sich online informieren und Transaktionen möglichst einfach zu beliebigen Zeiten ausführen. Reine Offline-Angebote dürften für die meisten dieser Anleger dauerhaft nicht ausreichend sein.

Große deutsche Anbieter haben schon reagiert. So hat die Deutsche Bank Maxblue und ihren Anlagefinder, die Commerzbank ist mit Comdirect aktiv und die Union-Investment mit Visualvest. Die Sparkassen scheinen mit 1822 direkt und dem S-Broker noch etwas hinterher zu hinken, doch die zur Bayerischen Landesbank gehörende DKB ist online ziemlich aktiv. Allerdings sind das eher parallel zu den Offline-Angeboten geführte Einheiten und nicht-börsennotierte Privatbanken haben sich bis auf wenige Ausnahmen wie Quirin oder die Sutor-Bank aber noch kaum dazu geäußert, wie sie mit dem Thema umgehen wollen.

### **Die Zukunft gehört hybriden Modellen**

Sogenannte hybride Modelle, die Online und Offline kombinieren indem denselben Kunden beide Zugangswege angeboten werden, sind wohl am erfolgversprechendsten. Hybride Modelle umfassen damit den online und beraterbezogenen „Bi-Channel“ Zugang zu identischen Angeboten. In den USA gibt es gute Beispiele dafür, z.B. Betterment Institutional und neuerdings vor allem Vanguard Personal Advisor Services und Schwab Intelligent Portfolios.

Die Angebote von Betterment Institutional, Jemstep und Future Advisor werden auch als B-B (Business to Business) Modelle bezeichnet, da die online Beraterunterstützung bei ihnen im Vordergrund steht. So wirbt Schwab mit „Schwab investment professionals available 24/7“ für seinen Service. Bei Betterment heißt es: „Betterment Institutional is an advisor-branded digital investment technology that automates the operational side of your business and lets you do what you do best – advise clients.“ Vanguard schreibt: „We’ve reinvented financial advice to help you earn more and pay less by combining the personal attention of an advisor with powerful technology.“ Bei Future Advisor heißt es „Our licensed advisors and service specialists are ready to help you understand what’s going on in your portfolio“ und Jemstep wirbt so: „Jemstep is transforming the way advisors run their businesses through an automated client engagement, onboarding and service platform.“<sup>194</sup>.

Ein deutsches Beispiel für ein solche Angebot mit Online-Basis und Beratungsunterstützung ist die Quirin Bank mit Quirion: Gegen Bezahlung wird eine zusätzliche telefonische Beratung angeboten. Und mehrere sogenannte Maklerpools bzw. Haftungsdächer bezeichnen sich inzwischen sogar selbst schon als Fintechs und werden auch in Bezug auf die Automatisierung

---

<sup>194</sup> alles Zitate der jeweiligen Webseiten vom 15.4.2016



von Geldanlage-Angeboten aktiver. Diese Services werden angeschlossenen freien Beratern und Vermögensverwaltern angeboten. Inwieweit sie schon angenommen werden, ist mir nicht bekannt. Es gibt aber erste öffentliche Bekenntnisse unabhängiger traditioneller Anbieter zu Robo-Advice. So hat die Vermögensverwaltung KSW Anfang April bekannt gegeben, dass sie mit einem Robo-Advisor kooperieren wird.

Aber von deutschen Banken, Versicherungen oder Assetmanagern, die über eigene Vertriebe oder den Zugang zu großen Fremdvertrieben verfügen, hört man noch nicht viel in Bezug auf die Automatisierung von Geldanlagen, z.B. das Angebot einer Robo-Unterstützung für fondsgebundene Lebensversicherungen.

### **Nicht alle Prozessschritte sind gut automatisierter**

Die Frage ist nicht ob, sondern wie Online- und Offline-Angebote am besten kombiniert werden und für wen das in Deutschland besonders interessant sein wird.

Um diese Frage zu beantworten, analysiert man am besten die wesentlichen Anlageprozessschritte:

- Generelle Informationsphase/Anbietervergleich
- Analyse der persönlichen finanziellen Lage und der Anlagebedürfnisse
- Bestimmung der individuellen Risikotragfähigkeit
- Selektion von Portfolios unter Berücksichtigung von bestehenden Anlagen
- Depotbankselektion und Umsetzung im Depot
- Monitoring: Abgleich der Anlagen mit den Anlagezielen und der Risikobereitschaft und
- Umschichtungen

**Schritt 1:** Anleger informieren sich künftig zunächst online ohne Berater

**Schritt 2:** Die persönliche finanzielle Lage und die Anlagebedürfnisse werden vom Anleger zunächst online ohne Berater aber dann im Abgleich mit Beratern ggf. unter Berücksichtigung von versicherungs-, steuerlichen und Familien- bzw. Erbschaftsthemen vorgenommen: Dieser Schritt ist nur unzureichend automatisierbar

**Schritt 3:** Die Bestimmung der individuellen Risikotragfähigkeit erfolgt ebenfalls zunächst online ohne Berater, sollte dann aber im Gespräch mit einem Berater überprüft werden, weil eine gute Einschätzung schwierig ist.

**Schritt 4:** Die Portfolioselektion selbst kann ebenfalls gut online erfolgen, aber für die Berücksichtigung bestehender Anlagen und zur Rückversicherung, welche Vor- und Nachteile die gewählten Portfolios haben, werden Berater genutzt.

**Schritt 5:** Die Depotbankselektion und inzwischen auch die Depotöffnung können online erfolgen. Zumindest bei großen und komplexen Vermögen werden sie aber vorzugsweise delegiert und durch Berater durchgeführt.

**Schritt 6:** Die Berichterstattung erfolgt online aber die individuelle Analyse vorzugsweise in Diskussion mit Beratern.

Interessenten für Geldanlage werden sich zunächst überwiegend online informieren und zumindest bei relativ einfachen Anlagen auch überwiegend online implementieren. Da Geldanlagen sehr komplex sein können, wollen sie aber eine Diskussion über bzw. eine

Bestätigung ihrer Anlageideen und am liebsten auch Hilfe bei der Umsetzung der Ideen haben. Diese Hilfe können sie von anderen Anlegern („Peers“) erhalten. Sie wollen Hilfe aber wohl am ehesten von Profis bekommen, also erfahrenen Beratern, zumindest solange die Beratung „bezahlbar“ ist. Profis können Bankberater oder auch andere Berater sein.

Es kann aber sein, dass diese Beratung künftig anders organisiert sein wird als heute. McKinsey geht in einer Studie davon aus, dass eine solche Beratung in großem Stil über Call-Center erfolgen wird<sup>195</sup>. Aber ich bin skeptisch, ob die Telefonberatung durch „Unbekannte“ in Deutschland gut funktionieren wird. Dazu muss das entsprechende Call-Center schon außerordentlich gut sein. In Deutschland wird daher künftig die online-unterstützte Beratung durch traditionelle Berater vorherrschend sein.

### **Wie kann ein hybrides Modell profitabel umgesetzt werden?**

In den oben genannten hybriden Beispielen aus den USA sind keine klassischen Banken vertreten: Betterment ist ein Robo-Advisor mit sehr hoher Venture Capital Finanzierung, so etwas gibt es hierzulande nicht. Vanguard ist ein riesiger Asset-Manager mit sehr niedrigen Gebühren und auch Blackrock und Invesco sind sehr große Fondsmanagementgesellschaften. Charles Schwab ist ebenfalls ein sehr großer Finanzdienstleister mit umfassenden eigenen Produktangeboten und auch kein Unternehmen, was gut als direktes Vorbild für deutsche Banken oder Beraterorganisationen dienen kann.

In den USA scheinen Vanguard und Charles Schwab mit ihren hybriden Ansätzen besonders erfolgreich zu sein, zumindest wenn man die bisher schon gemanagten Vermögen über Intelligent Portfolios bzw. Personal Advisor Services als Indikator für Erfolg ansieht. Die Anlagevolumina scheinen aber vor allem von Bestandskunden dieser beiden Anbieter zu kommen und führen damit zunächst zu Margenreduktionen, da die neuen Services günstiger angeboten werden als die alten. Ob die zusätzlichen Anlagevermögen, die von beiden Anbietern in kurzer Zeit mit erheblichem Marketingaufwand akquiriert wurden, schon profitabel sind, ist fraglich. Aber bei US Marktbeobachtern besteht Einigkeit darüber, dass diese beiden Anbieter mit ihren hybriden Angebotsmodellen sehr erfolgreich sein werden.

Blackrock und Invesco, die weiteren oben genannten US Beispiele, werden vermutlich – ebenso wie Vanguard und Schwab – vor allem eigene Portfolios online anbieten und so durch ihren großen Marktzugang schnell profitabel werden können.

Konzeptionell gibt es mehrere Möglichkeiten, sein Geschäft auszubauen: Mehr Geschäft mit Bestandskunden, z.B. über neue (online) Vertriebswege, Services oder Produkte oder mehr Geschäft mit Neukunden durch Vermarktung bestehender oder neuer Produkte bzw. Services auf bestehenden oder über neue Vertriebswege.

### **Online-Angebote sollten vor allem auf neue Produkte für Bestandskunden setzen**

---

<sup>195</sup> McKinsey: The Virtual Financial Advisor: Delivering Personalized Advice in the Digital Age, June 2015

Nach einer bekannten Marketingregel ist es effizienter, das Geschäft mit Bestandskunden auszubauen, anstatt Neukunden zu akquirieren. Bestandskunden bestehende Produkte online anzubieten führt direkt zu Margenverlusten, da Online-Angebote günstiger sein werden als Offline-Angebote. Das erfolgreichste Modell könnte also darin bestehen, Bestandskunden weitere bzw. neue Produkte und zusätzliche vom Kunden zu bezahlenden Services anzubieten. Ein Risiko besteht allerdings darin, dass man mit den neuen Produkten bzw. Services bestehende eigene Offline-Angebote verdrängt (sogenannte Kannibalisierung). Das Risiko, Kunden ohne attraktive Online-Angebote bzw. zusätzliche Online-Unterstützung ganz zu verlieren scheint aber höher zu sein als das Kannibalisierungsrisiko.

Neuen Kunden neue Produkte anzubieten ist attraktiv, wenn der Marketingaufwand durch zusätzliche Erträge kompensiert wird. Wenn man gute neue Produkte hat, eine gute online Unterstützung anbietet und zusätzlich über Berater und einen guten Ruf verfügt, kann das finanziell sehr attraktiv werden. Diese Voraussetzungen dürften aber nur selten alle zusammenkommen.

Traditionelle Privatbanken, Vermögensverwalter, Assetmanager und Versicherungen haben ein besonderes „Problem“ mit Online-Angeboten: Sie setzen offline bisher vor allem auf provisionsträchtige und damit teure „aktiv“ gemanagte Fonds und vergleichbare Produkte. Fast alle erfolgreichen Online-Angebote verlangen jedoch vom Kunden direkt bezahlte Service-Gebühren und setzen ganz überwiegend passive und vertriebsprovisionslose ETFs ein. Traditionelle Anbieter haben damit oft gar keine Produkte im Angebot, die sie gut online anbieten können und/oder kein Preismodell, das zu Online-Angeboten passt und sie müssen daher online auf neue Produktangebote setzen.

Um dem Vorbild von Robo-Advisors zu folgen, müssten online zudem mehrere Tools angeboten werden, nämlich

- Tools für die generelle Informationsphase bzw. den Anbietervergleich. Letzteres dürfte für traditionelle Anbieter nicht in Frage kommen, denn man möchte Anleger ja nicht auf Wettbewerber hinweisen.
- Tools zur Analyse der persönlichen finanziellen Lage und der Anlagebedürfnisse: Solche Tools sind bei vielen Anbietern schon vorhanden oder können zugekauft werden.
- Das unter 2) gesagt gilt auch für Tools zur Bestimmung der individuellen Risikotragfähigkeit
- Schwierig wird es bei der Selektion von Portfolios unter Berücksichtigung von bestehenden Anlagen. Robo-Advice beruht darauf, dass Portfolios abhängig von klaren transparenten Regeln zusammengestellt werden. Traditionelle Anbieter setzen bei der Asset-Allokation dagegen vor allem auf Meinungen von Analysten bzw. Managern oder intransparente quantitative Modelle. Und bestehende Produktangebote von traditionellen Anbietern lassen sich oft kaum in ein für Anleger überzeugendes Regelwerk einbauen. Mit Ausnahme von Anbietern eines breiten ETF-Spektrums sind für andere Robo-Konkurrenz-Angebote voraussichtlich neue Produktangebote nötig.
- Depotselektion und Umsetzung im Depot: Banken arbeiten gerne mit eigenen Depots und andere Berater haben meist präferierten Bankpartner. Diese werden regelbasiert nicht immer die besten sein. Allerdings kann man sich bei diesem Schritt so behelfen, dass für die aus Schritt 4 resultierenden Portfolios besonders attraktiv in den präferierten Depots

umgesetzt werden oder ein besonders gutes Monitoring dieser Portfolios angeboten wird und Anleger so beim vom Anbieter präferierten Depot bleiben. Um das Monitoring von Portfolios gut separieren zu können, kann es erforderlich sein, dass die Möglichkeit zur Unterdepotführung besteht.

- Monitoring-Tools zum Abgleich der Anlagen mit den Anlagezielen und der Risikobereitschaft und Umschichtungs-Tools: Die Überwachung bzw. Begleitung sollte bei der Bank bzw. dem Berater verbleiben um immer wieder Anknüpfungspunkte mit dem Anleger zu haben.

### **Kooperationen mit einem flexiblen Robo-Berater sind für die meisten Anbieter am erfolgversprechendsten**

Als nächstes stellt sich die Frage nach Kooperationen oder eigenständigen Entwicklungen neuer Produkte und Tools: Kann bzw. soll man sich mit einem existierenden Robo-Advisor kooperieren oder einen eigenen Robo-Advisor entwickeln bzw. kaufen?

In den USA gibt es Beispiele für Käufe von (B-B) Robo-Advisors wie Future Advisor durch Blackrock, Jemstep durch Invesco und Learnvest<sup>196</sup> durch Northwestern Mutual.

Schon jetzt oder in naher Zukunft werden wahrscheinlich einige deutsche Robo-Berater (allerdings nur B-C Ansätze verfügbar) relativ günstig zu kaufen sein, weil sie feststellen müssen, dass ihnen die Kundenakquise nicht erfolgreich gelingen wird.

Eine Alternative zum Kauf ist eine Eigenentwicklung. Bei der Eigenentwicklung muss man nicht alles selbst programmieren – gute Programmierer sind ja schwierig zu bekommen – sondern kann inzwischen sogar einzelne Robo-Module am Markt einkaufen. Das geht sogar so weit, dass es schon White-Label Anbieter von Robo-Beratern gibt. Das bedeutet, dass z.B. eine Bank eine Robo-Plattform kopieren kann und die Services dann unter ihrem Namen anbieten kann.

Beim Kauf aber noch mehr bei einer Kooperation ist es wichtig, dass man einen Robo-Advisor (bzw. Robo-Module) findet, der zu einem passt. Nach einem Kauf kann man einen Robo-Advisor zumindest verändern, das ist ein einer Kooperation schwierig. „Passend“ kann der Fall sein, wenn der Robo-Advisor die gleiche Anlagephilosophie hat wie der etablierte Anbieter. Das ist aber unwahrscheinlich, weil Robo-Advisor meist vollkommen regelbasiert arbeiten, was für die meisten Vermögensverwaltungen, die ja sehr oft die Rolle von einzelnen Personen und Teams betonen, nicht gilt. Man kann aber auch eine andere Anlagephilosophie online und zusätzlich zu den Bestandsportfolios anbieten und so auch das Kannibalisierungrisiko senken.

Beim Kooperationsmodell treten unter anderem folgende Probleme bzw. Fragen auf:

- 1) Ist der Anlage- bzw. Risikomanagementprozess des Robo-Advisors kompatibel mit der eigenen Philosophie? Die meisten Robo-Advisor bieten einfache Markowitz-Optimierungen an und setzen diese mit günstigen ETFs um. Die Optimierungen basieren

---

<sup>196</sup> „A dedicated financial planner, available to you 24/7 via email“, Webseite vom 16.4.2016

auf Prognosen, die nicht unbedingt mit den Prognosen der etablierten Anbieter übereinstimmen. Und wie verteidigt man seine bisherigen meist aktiven oder komplexen quantitativen Modelle gegen Abflüsse zum Robo-Advisor, der zumindest billiger ist als die hauseigenen Produkte?

- 2) Will man, dass die beim Robo verwalteten Gelder in Depots landen, über die man keine Kontrolle hat oder möchte man die Gelder lieber in den eigenen Depots verwalten?
- 3) Möchte man dem Robo-Advisor die Daten seiner Kunden überlassen und falls ja, wie stellt man sicher, dass diese Kunden nicht für andere Zwecke von dem Robo-Advisor angesprochen werden?
- 4) Bezüglich White-Labeling Ansätzen: Braucht man alle vom Robo-Advisor angebotenen Tools- bzw. Module? Finanzanalyse und Finanzplanung oder Risikobestimmungstools gibt es bei vielen etablierten Anbietern schon und etliche dieser Tools sind besser in der Berücksichtigung kundenindividueller Aspekte als die meist einfachen Robo-Tools.
- 5) Wie kann man mit einem Kooperations-Modell Geld verdienen? Typischerweise verlangen Robo-Advisor relativ geringe Gebühren. Dafür bieten sie auch allenfalls sehr stark standardisierte Online-Portfolios an. Als „Offline“-Berater kann man versuchen, von seinen Kunden eine Betreuungsgebühr zu verlangen, wenn man sie bei der Nutzung des Robo-Beraters unterstützt. Wenn der Kunde aber weiß, dass er die gleichen Produkte beim Robo-Berater ohne diese zusätzliche Betreuungsgebühr kaufen kann, könnte das aus Beratersicht kritisch sein.

### **Berater werden sich stärker auf Finanzplanung und Monitoring konzentrieren**

Auch in Deutschland werden es traditionelle Berater und Vermögensverwalter schwer haben, die Performance von Robo-Advisor-Angeboten zu schlagen, denn die Robo-Advisor nutzen überwiegend kostengünstige ETFs und verlangen relativ niedrige Beratungsgebühren. Und bekanntermaßen sind günstige Gebühren eine gute Voraussetzung, um bei Renditevergleichen gut abzuschneiden. Nachteilig bei der Vermarktung ist aber der kurze Track Record von Robo-Advisors. Durch die Nutzung passiver etablierter ETFs und durch teils einfache Asset Allokationen sowie komplette und transparente Regelbasierung kann dieser Nachteil aber teilweise kompensiert werden.

Von zahlreichen Investment Beratern (RIA bzw. regulated investment advisors) in den USA wird aufgrund von zunehmender Konkurrenz durch Online-Angebote erwartet, dass sie sich auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren, insbesondere die Finanzplanung, und sich aus dem Portfoliomanagement zurückziehen. In der Pressemitteilung des deutschen Vermögensverwalters KSW, der im April 2016 eine Kooperation mit einem Robo-Advisor angekündigt hat, liest man Folgendes: „Wir verstehen uns als Finanzplaner, der dem Kunden hilft seine Anlageziele zu verwirklichen. Wenn wir dies mit der von uns angebotenen Vermögensverwaltung nicht allein abdecken können, öffnen wir uns im Interesse des Kunden neuen Angeboten. Wir sehen die automatisierte Portfolioverwaltung daher nicht als Konkurrenz, sondern als Ergänzung zu unserem Dienstleistungsangebot“.<sup>197</sup>

Die Finanzplanung ist der persönlichste, komplexeste und daher der am schwierigsten automatisierbare Teil des Prozesses. Es ist daher nachvollziehbar, wenn sich auch deutsche

---

<sup>197</sup> Udo Schindler von KSW in der Presseerklärung vom 11.4.2016

traditionelle „Offline“-Berater künftig auf diesen Teil des Prozesses konzentrieren werden und andere Teile des Prozesses aus Effizienzgründen automatisiert oder sogar ausgelagert werden.

### **Servicegebühren statt Provisionen oder Stundensätze**

Die Frage ist, wie und wie viel Geld so noch verdient werden kann. Provisionen von Produktanbietern werden künftig in Deutschland zwar nicht so schnell verboten, Kunden werden diese aber zunehmend kritisch sehen. Beratungsstunden wollen diese Kunden aber auch nicht gerne direkt bezahlen. Der Endkunde wird künftig daher am ehesten bereit sein, eine laufende Servicegebühr direkt an den Vermögensverwalter zu zahlen. Aber ob er aber reinen Finanzplanern eine volumensabhängige Gebühr zahlen wird, bleibt abzuwarten. Eine solche Gebühr wird für eine Berater/Robo-Kombination eher durchsetzbar sein. Auch das spricht für Kooperationen und hybride Angebote.

Kunden mit geringen Anlagevolumina können so aber auch so nicht sofort profitabel bedient werden. Bei diesen typischerweise wenig komplexen Kunden wird man versuchen, auch die Finanzplanungsfunktion online mit anzubieten. Für die Betreuung „kleiner“ Anleger bietet sich auch das von McKinsey propagierte Modell der Call-Center Unterstützung an. Call-Center können aber auch für die Betreuung von größeren Kunden genutzt werden, um zeitliche Beratungslücken der Offline-Berater abzudecken, z.B. Wochenenden, nächtliche Zeiten oder Urlaubszeiten.

Es ist zu erwarten, dass vor allem Banken und Vermögensverwalter ohne große Filialnetze offen für Kooperationen sein werden. Banken mit großen Filialnetzen werden wahrscheinlich eher auf eigene Robo-Angebote setzen. Asset Manager und Versicherungen, die ihre Vertriebe ebenfalls online bei dem Verkauf von Anlageprodukten unterstützen könnten, scheinen derzeit noch wenig an solchen Diskussionen interessiert zu sein.

### **DER ERSTE DEUTSCHE B-B ROBO-ADVISOR (3-2016)**

Diversifikator bietet online unterstützte ETF-Portfolios (B-B) und White- oder Private Label Robo-Advisor-Module an. Zielgruppe sind Vermögens- und Anlageberater bzw. Verwalter in und außerhalb von Banken.

Auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) sollen Anleger und Berater die gleichen Informationen und Analysetools wie Portfoliomanager erhalten. Dort stellt Diversifikator innovative Tools für Anleger und Berater zum „Test-It-Yourself“ bereit, unter anderem einen Pseudo-Optimierer nach dem Markowitz-Prinzip. Mit einem Small-Data Ansatz wird bewusst auf Daten von Anlegern verzichtet.

Für die Nutzung der Musterportfolios zu Investmentzwecken wird eine Servicegebühr von 1% p.a. erhoben, allerdings nicht für die kostenlosen „risikofreien“ Anlagen. Der größte Teil der Gebühren geht an kooperierende Berater/Banken. Selbstbedienung ist möglich, kostet jedoch genauso viel. Defensive Portfolios sind damit trotzdem sogar inklusive offline Beratung günstiger als Angebote vieler anderer Robo-Berater. Diversifikator verlangt keine Mindestanlagesummen.

Diversifikator sieht sich als Online Portfolio Strategie. Die optimierungsfreien (robusten) Weltmarktportfolios bilden die aggregierte Allokation von allen Kapitalanlegern weltweit über alle Anlageklassen mit liquiden ETFs nach. Damit ist auch die Asset-Allokation passiv. Das Weltmarktportfolio hat einen hohen Anteil an Immobilien-, Infrastruktur-, Rohstoff- und Private Equity-ETFs. Nur Anleihen, die eine geringere Rendite als die aktuelle Inflation haben, werden weggelassen.

Das Weltmarktportfolio mit 19 ETFs ist für große und das mit 7 ETFs für kleine Anlagesummen gedacht. Außerdem gibt es seit dem Start zu Anfang 2016 ein Portfolio mit 5 ETFs, die alle den MSCI-Kriterien für ESG-Anlagen entsprechen. ESG steht für Environment-, Social- und Governancekriterien. Das ist das am stärksten diversifizierte ESG-Portfolio am deutschen Markt. Weitere Portfolios, auch solche mit Risikosteuerung, sind geplant.

Die Anpassung der Portfolios an Risikopräferenzen von Anlegern erfolgt in der Kombination der Portfolios mit Geldmarktanlagen. Alle Portfolioregeln und Positionen werden komplett offengelegt.

Prof. Dr. Dirk Söhnholz ist alleiniger Geschäftsführer und über die Söhnholz Advisors GmbH auch alleiniger Anteilseigner der Diversifikator GmbH. Diversifikator arbeitet eng mit der QAP Analytic Solutions GmbH aus Limburg zusammen. QAP berät Diversifikator bei quantitativen Analysen, der ETF-Selektion und der Internetumsetzung. Gründer und Geschäftsführer von QAP ist Christian Schuster, der zuvor Fondsmanager bei Veritas Investment GmbH war.

## BÖRSENEINSTEIGERTIPP: AUCH ANFÄNGER KÖNNEN NACHHALTIG ANLEGEN (9-2019)

Ein guter Börseneinsteigertipp sollte Börsenanfänger zu Börsenfans machen. Neben einer finanziellen Rendite kann man bei „nachhaltigen“ Anlagen auch eine „zweite Rendite“ für die Umwelt und Gesellschaft erreichen. Das gilt auch für Börseneinsteiger.

Hier ist mein Beitrag für die 2019er Blogparade des [Finanzblog-Awards der Comdirect Bank](#). Das offizielle Thema der Blogparade ist „Dein Tipp zum Börsenstart – mit diesen drei Punkten gelingt der Start auf dem Parkett.“

### **Börseneinsteigertipp 1: Anlegen statt Spekulieren: Idealerweise mindestens 7 Jahre Anlagehorizont**

Gerade Börsenanfänger müssen die Risiken von Geldanlagen kennen. Dabei hilft ein Blick in die Vergangenheit. Dafür empfehle ich die Webseite [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com) (für Fortgeschrittene siehe <http://prof-soehnholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/>). Die Seite geht von US- bzw. Dollar-Anlagen aus. Eine vergleichbare deutsche Seite ist mir leider nicht bekannt. Aber für deutsche Anleger es gibt ein gutes kostenloses Online-Tool zur Risikoabschätzung von Professor Weber (siehe „Risikotool“ auf <https://www.behavioral-finance.de>).

In dem Portfoliochart „[Heat Map \(Total Stock Market\)](#)“ kann man sehen, dass man auch mit als riskant geltenden Aktieninvestments über längere Zeiträume nur selten Geld verliert (rote Flächen). Beispiel: Wenn man Anfang 2018 für ein Jahr Geld in den breiten Aktienmarkt angelegt hätte, hätte man Geld verloren. Die Grafiken werden nur jährlich aktualisiert. Deshalb zeigen sie nicht, dass man diesen Verlust Anfang 2019 sehr schnell wieder aufgeholt hätte.

### **Ein Start Anfang 2000 wäre nicht gut gewesen**

Es wäre schlecht gewesen, wenn man sein Geld kurz vor der letzten großen Aktienmarktkrise Anfang 2007 oder Anfang 2008 in den breiten Aktienmarkt angelegt hätte. Dann hätte man vier bis fünf Jahre gebraucht, um Gewinne zu erzielen. Für einen Start im Jahr 2000 wären sogar 14 Jahre nötig gewesen. Dabei hätten Anleger teilweise zwischenzeitliche Verluste von über 50% tolerieren müssen (siehe Grafiken „Annual Returns“ und „Drawdowns“).

Die meisten Kästen in der Grafik sind aber blau und zeigen Gewinne an. Mit einem Anlagezeitraum von 7 Jahren und mehr hätte man in der Vergangenheit nur bei ganz wenigen Startzeitpunkten Geld verloren. Langfristanleger brauchen also nicht unbedingt ein professionelles Risikomanagement (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/>).

### **Börseneinsteigertipp 2: Breite Streuung mit „Socially Responsible“ Aktienindexfonds (ETFs)**

„Finanzprognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen“, heißt es. Ich kenne niemanden, der dauerhaft gut im Prognostizieren von Finanzdaten ist. Deshalb spekuliere ich auch nicht und rate das auch Niemandem (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/>).

Andererseits ist auch künftig zu erwarten, dass bestimmte Zusammenhänge der Vergangenheit bestehen bleiben. So ist, unter anderem durch demografische und technische Entwicklungen, weltweit mittelfristig ein weiteres Wirtschaftswachstum zu erwarten. Das ist grundsätzlich gut für Aktienrenditen.

Wenn man erwartet, dass die Zinsen weiter sinken, kann man bei Anleihen mit Wertsteigerungen rechnen. Weil die Zinsen weltweit aber aktuell bereits ziemlich niedrig sind, lautet mein Tipp, für die langfristige Anlage nur in Aktien zu investieren.

Es ist wenig sinnvoll, sein Geld sehr konzentriert, d.h. nur in wenige Länder oder Branchen oder gar Einzeltitel anzulegen, wenn man nicht über außerordentlich gute Prognosefähigkeiten über künftige Gewinner verfügt. So kann man auf der Portfoliocharts-Webseite sehen, dass auf Länder- oder Marktsegmente konzentrierte Anlagen relativ riskant sein können (für deutsche Aktien s. <https://portfoliocharts.com/portfolio/ger-tsm/>, für Rohstoffe s. <https://portfoliocharts.com/portfolio/com/> und für Gold s. <https://portfoliocharts.com/portfolio/gld/>).



Aber selbst für sehr große Anleger ist es unwirtschaftlich, alle Aktien weltweit zu kaufen.

### **Börseneinsteigertipp 2a: Man braucht gar nicht so viele Aktien**

Wie viele Aktien man benötigt, um ähnliche Renditen wie ein Investment in den gesamten weltweiten Aktienmarkt zu erreichen, ist umstritten. Ich fühle mich mit Portfolios von 30 Aktien wohl (siehe z.B. das Portfolio Global Equities ESG auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)), Für wagemutige Anleger biete ich aber sogar ein ziemlich gut laufendes Portfolio von nur 5 regelbasiert selektierten Aktien an (Global Equities S Portfolio). Aber Börseneinsteiger sollten lieber breiter streuen.

Dafür bieten sich breit gestreute Investmentfonds an. An der Börse kann man viele Indexfonds, die Exchange Traded Fonds (ETFs) genannt werden, günstig kaufen.

Sogenannte nachhaltige Aktienanlagen unterscheiden sich in Bezug auf Renditen und Risiken kaum von traditionellen Anlagen (siehe z.B. [hier](#)). Deshalb können auch Börseneinsteiger unbesorgt einen nachhaltigen bzw. verantwortungsvollen Indexfonds nutzen.

Die meisten dieser ETFs beziehen sich auf Indizes von MSCI. Die nachhaltigsten breiten MSCI Aktienindizes sind die Socially Responsible Investment bzw. SRI Indizes (siehe z.B. <https://www.onvista.de/index/MSCI-WORLD-SRI-STRD-UHD-Index-153382723>) mit ca. 400 Bestandteilen (siehe <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/> und für Fortgeschrittene: <http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/>).

### **Börseneinsteigertipp 3: Auf günstige Umsetzung achten**

Sogenannte aktiv gemanagte Fonds schlagen passive Indizes in der Regel nicht dauerhaft. Ihr Hauptverkaufargument „bessere Rendite“ funktioniert oft allenfalls kurzfristig. Auch das Risikomanagement von aktiven Fonds hat sich in den letzten Finanzmarktkrisen meistens nicht bewährt (siehe <http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/>).

Fondsselektions-Profis, wie z.B. die Experten von Morningstar, achten bei der Selektion von Fonds deshalb vor allem auf niedrige Kosten (siehe z.B. [hier](#)). Indexfonds bzw. ETFs sind typischerweise viel günstiger als aktiv gemanagte Fonds. Sie haben deshalb oft höhere Renditen. **SRI ETFs** auf einen Weltaktienindex kosten je nach Anbieter ca. 0,2 bis 0,3% pro Jahr. Das ist günstig.

Anleger müssen aber auch auf die Umsetzungskosten achten. Für Privatanleger sind Depots bei sehr vielen Banken kostenlos. Meist wird inzwischen auch eine schnelle Online-Depoteröffnung ermöglicht. Dazu kommen Kosten für den ETF-Kauf bei der Depotbank und den Handel an der Börse.

Wenn man den ETF nur einmal kauft und dann für mehrere Jahre hält, fallen diese Kosten normalerweise kaum ins Gewicht.

### **Börseneinsteigertipp 3a: Eine Streuung über die Zeit muss nicht besser als ein Einmalinvestment sein**

Anlegern wird meist geraten, den von Ihnen gewünschten Anlagebetrag nicht mit nur einer Transaktion umzusetzen. Der gewünschte Anlagebetrag sollte lieber über mehrere Tage, Wochen oder sogar Monate gestreut investiert werden. Diesen Rat gebe ich grundsätzlich auch. Grund: Mit einem Einmalinvestment erwischt man fast nie den günstigsten Einsteigzeitpunkt. Darüber ärgert man sich später oft. Statistisch gesehen bedeutet ein ratierlicher Kauf bei den typischerweise steigenden Märkten aber, dass man mit „entgangenen Gewinnen“ rechnen muss.

Bei relativen kleinen Anlagebeträgen, also gerade bei „ratierlichen“ Investitionen, werden die Umsetzungskosten sehr wichtig. Selbst günstige Depotbanken verlangen meist mehr als fünf Euro für einen ETF-Kauf. Hinzu kommen die Kosten für den Handel an der Börse. Wenn man monatlich 100 Euro ansparen möchte und die Depotbank und Börse zusammen 10 Euro für den Kauf einer ETF verlangen, sind das 10% vom Anlagebetrag und damit sehr viel. Bei solchen Kosten sollte man jedes Mal mindestens 1.000 Euro investieren, um nicht zu hohe Renditeverluste zu haben.

### **Börseneinsteigertipp 3b: Aktionen sind besser als Billiganbieter und (noch) besser als Robo-Advisors**

Allerdings gibt es oft Aktionen von Depotbanken, die kostenlose bzw. sehr günstige ETF-Trades oder sogar Sparpläne erlauben (siehe z.B. [www.finanztip.de](http://www.finanztip.de) oder [www.biallo.de](http://www.biallo.de)). Inzwischen umfassen einige solcher Aktionen auch verantwortungsvolle Indexfonds. Solche Aktionen sollte man nutzen.

Wer nicht auf solche Aktionen warten möchte, kann sich die neuen Discountanbieter wie [JustTrade](http://JustTrade) oder [Traderepublic](http://Traderepublic) ansehen. Bei denen fallen zwar auch Kosten an wie sogenannte Spreads zwischen Kauf- und Verkaufspreisen von ETFs, aber diese Kosten sind relativ gering.

Oder man nutzt sogenannte Robo-Advisors. Diese bieten vollautomatische Umsetzungen zu oft günstigen Preisen. Wenn man Wert auf verantwortungsvolle Investments legt, gibt es aber bisher noch keinen völlig überzeugenden Anbieter (siehe <http://prof-soehnhholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/>).

Zusammenfassende Empfehlung für Börseneinsteiger: Je nach Anlagevolumen sollte man einen SRI-Wektaktien-ETF einmalig oder ratierlich im Rahmen einer kostenlosen Aktion oder bei einem Discountanbieter kaufen.

## EIN "ROBO ADVISOR" MIT ESG-FOKUS UND OHNE (US) VORBILD (6-2018)

Wie sehr viele andere Finanzinnovationen kommt der erste Robo Advisor aus den USA: MyCFO wurde 1999 gegründet und hatte bis 2002 Geldanlagen im Wert von 90 Millionen US Dollar akquiriert bevor es an eine Bank verkauft wurde<sup>198</sup>.

Nach der Finanzkrise von 2008 wurden zahlreiche weitere Robo Advisors gegründet. Betterment (gegründet 2008) ist der heute größte unabhängige Robo Advisor weltweit. Nummer zwei ist Wealthfront (gegründet 2008) und Nummer drei ist wohl Personal Capital (gegründet 2009).

Kopieren deutsche Robo Advisors solche Firmen nur oder haben sie USPs (Unique selling propositions)? Ein "USP"-Beispiel mit grundsätzlich hohem Marktpotential:

### **Wichtigste Vorbilder für deutsche Robos: Betterment und Wealthfront**

Betterment und Wealthfront scheinen die vorherrschenden Vorbilder für deutsche Robo Advisors zu sein (s.a. „Deutsche Robo Advisors“<sup>199</sup>). Manchmal werde ich gefragt, ob meine Firma Diversifikator ein Vorbild hat bzw. ob Personal Capital oder „Motif“ Vorbilder für Diversifikator sind. Die Antwort ist „Nein“. Hier ist die Begründung:

### **Weder Anlageberater noch Investmentmanager und auch kein Vermittler**

Erstens ist Diversifikator kein Robo Advisor im eigentlichen Sinn. "Robo-advisors or Robo-advisers are a class of financial adviser that provide financial advice or Investment management online with moderate to minimal human intervention. They provide digital financial advice based on mathematical rules or algorithms." (Wikipedia (US), Stand 6.3.2018).

Diversifikator bietet weder Anlageberatung noch Investmentmanagement und auch keine Finanzanlagevermittlung an, sondern Muster- oder Modellportfolios bzw. Indizes. Diese sind zwar alle voll regelbasiert („most passive“), es werden jedoch keine komplexen mathematischen Algorithmen genutzt (Diversifikator ist „optimierungsfrei“ und „prognosefrei“). Diversifikator verwendet nur sehr einfache und transparente Regeln für die Bestimmung der Verlusttragfähigkeit von Anlegern, Portfoliobildungen bzw. Portfolioselektionen.

### **Keine komplexen Algorithmen und kein traditionelles Vorbild**

Die „pseudo-optimierten“ (siehe hier <sup>200</sup> und „Pseudo-Optimierer“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) Portfolios von US Robo Advisors waren kein Vorbild für die Portfolios von Diversifikator. Daher ist auch Personal Capital kein Vorbild. Personal Capital

---

<sup>198</sup> <https://www.cnet.com/news/netscape-founder-sells-start-up-mycfo/>

<sup>199</sup> <http://prof-soehnholz.com/deutscher- robo-vergleich-investmentphilosophien-und-viele-weitere-unterschiede/>

<sup>200</sup> <http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/>

ist zudem auf Software und Daten fokussiert, Diversifikator dagegen ist auf Modellportfolios ausgerichtet.

Es gibt auch kein „Offline“ Vorbild, also z.B. Investmentfonds, für die Anlageportfolios von Diversifikator.

### **Bessere Lösungen bzw. Portfolios als Ziel, nicht Automatisierung**

Vor allem aber unterscheidet sich die Motivation zur Gründung von Robo Advisors. Ich habe Diversifikator gegründet, weil ich der Ansicht war und weiterhin bin, dass dem Markt bestimmte Anlageprodukte fehlen und nicht, um den Zugang zu bestehenden Investments zu verbessern. Außerdem wollte ich die Transparenz der Kapitalanlage erhöhen. Algbasierte Robo Advisors sind aber nicht sehr transparent, weil die Restriktionen und Daten/Prognosen, die sie für ihre Algorithmen nutzen, nicht komplett transparent gemacht werden.

Bei den fehlenden Angeboten handelt es sich einerseits um kostengünstige passive Multi-Asset Portfolios und andererseits um passive verantwortungsvolle Portfolios (ESG: Environment, Social, Governance). Die Portfolios sollen für Anleger und Berater komplett transparent sein. Daher sollen alle Informationen online für alle Interessenten verfügbar ein.

Es war von Anfang an klar, dass es mehrere Portfolios für unterschiedliche Anlegerbedürfnisse geben soll und nicht das „einzig richtige“ bzw. "optimale". Mehrere Investmentfonds aufzusetzen hätte sehr viel Startkapital erfordert, daher wurde mit Online-Muster- bzw. Modellportfolios gestartet. Hinzu kommen einfache und sehr transparente „Tools“ zur „Selbstqualifikation“ von Anlegern und zur Portfolioselektion (s. Gründung<sup>201</sup>), die es bisher in dieser Form auch noch nicht gab.

Dabei werden Renditeportfolios mit Cashbeimischungen im Risiko reduziert, weil Anleihen nicht als risikofrei eingeschätzt werden. Auf den Cashanteil werden keine Gebühren erhoben. Auch das unterscheidet Diversifikator von anderen Robo-Advisors.

### **Keine automatische Umsetzung**

Zum Robo Advisor fehlt technisch nur die automatische Implementierung der Portfolios inklusive dem Rebalancing. Die Musterportfolios sind alle „most passive“ und werden nur einmal pro Jahr rebalanziert. Unsere Analysen zeigen, dass - zumindest für die Multi-ETF Portfolios - auf das Rebalancing ohne große Nachteile sogar komplett verzichtet werden kann. Eine automatische Implementierung ist für Diversifikator also nicht so wichtig wie für typische Robo Advisors.

Der wichtigste Grund, keinen voll automatischen Robo Advisor anzubieten, ist der „No Data“ Ansatz von Diversifikator. Ich halte Datenschutz für extrem wichtig und der beste Datenschutz ist es, keine Daten von Interessenten bzw. Anlegern zu erheben. Ohne die Erhebung von Daten

---

<sup>201</sup> <http://prof-soehnholz.com/diversifikator-neuer-b-b-semi-robot/>

vom Anleger kann jedoch keine automatische Implementierung der Portfolios angeboten werden.

Die ideale Geldanlage muss auf die individuellen Bedürfnisse der Anleger ausgerichtet sein. Unterschiedliche Einkommen, Vermögen, Verpflichtungen, Ziele, Steuersituationen, Arbeits- und Gesundheitsrisiken, Erbschaftspläne etc. machen eine gute Automatisierung aber sehr schwierig.

### **Hybrides bzw. B2B Konzept**

Der Nachteil fehlender Automatisierung wird durch das B2B (Business to Business) Konzept, also die explizit gesuchte Zusammenarbeit mit Beratern bzw. Vermögensverwaltern, jedoch gemildert, denn diese können Anleger bei der Finanzplanung und Umsetzung der Portfolios unterstützen bzw. übernehmen die Umsetzung komplett.

Auch für das Hybrid-Konzept (im engeren Sinn eine Kombination von Online-Services mit persönlicher Beratung aus einer Hand, s.a. Hybridmodelle<sup>202</sup> und Kooperationen<sup>203</sup>) gab es bei der Vorbereitung des Starts von Diversifikator noch kein erfolgreiches US Vorbild. Inzwischen zeigt sich, dass die erfolgreichsten US Robos, nämlich die von Vanguard und Schwab aber seit einiger Zeit auch Betterment, einen Hybrid- bzw. B2B-Ansatz verfolgen (Charles Schwab startete die Intelligent Portfolios im März 2015 und der Vanguard Personal Advisor Service wurde im Mai 2015 für Anleger geöffnet).

### **Am ehesten Ähnlichkeit mit Motif Investing**

Das 2010 gegründete Motif Investing ([www.motifinvesting.com](http://www.motifinvesting.com)) ist Diversifikator inhaltlich inzwischen relativ ähnlich. So spielen bei Motif seit Kurzem ESG Aspekte eine große Rolle und es werden auch einzelne Aktien genutzt. Der Anleger hat eine Auswahl aus verschiedenen Themen und kann auch eigene Portfolios bilden.

Während bei Motif aber vorselektierte (Mode-)Themen die größte Rolle spielt, liegt bei Diversifikator der Fokus auf optimierungsfreien Portfolios und ESG Aspekten. Die Standardportfolios von Motif werden auf Basis von Prognosen und Optimierungen gebildet und als besonders chancenreich angepriesen. Anleger wollen mit diesen Portfolios in erster Linie besonders attraktive Renditen generieren. Das ist jedoch schwierig, wie die Renditen von früheren Modeinvestments wie BRIC (Brasilien, Indien, China, Russland) etc. zeigen.

### **Kein Outperformanceziel**

Die Portfolios von Diversifikator sind jedoch nicht entwickelt worden, um besonders hohe Renditen zu generieren, sondern sie sollen bestimmte Risiken vermeiden. So werden Anlegern bei Einzelaktienportfolios nur solche Portfolios angeboten, die Aktien ohne ESG Ratings und die mit den schlechtesten Ratings grundsätzlich ausschließen, unabhängig davon, ob sie aus

---

<sup>202</sup> <http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/>

<sup>203</sup> <http://prof-soehnholz.com/kooperation-von-banken-und-beratern-mit-robo-advisors/>

„Themensicht“ attraktiv sein könnten. Ziel ist es, mit verantwortungsvollen Geldanlagen eine ähnliche Performance zu erreichen wie mit traditionellen Geldanlagen.

Dazu wird aktuell ein breites Angebot weiterer verantwortungsvoller Geldanlagen vorbereitet. Künftig können zahlreiche ESG Branchen- und Länderportfolios von Anlegern genutzt werden, um traditionelle („nicht ESG“) Anlagen zu ersetzen. Daher werden auch grundsätzlich alle Länder und Branchen als Portfolios angeboten und nicht nur angeblich besonders interessante „Investmentmotive“. Zusätzlich können individuelle Ausschlüsse vom Anleger vorgenommen werden.

### **Etliche wirklich neue Portfolios**

Insgesamt ist Diversifikator daher eher Innovator als Imitator. Meines Wissens sind z.B. die folgenden Portfolios weltweit die ersten ihrer Art:

Alle Weltmarktportfolios („most passive“ Asset Allokation) aber auch die folgenden

- ETF ESG-Portfolio
- Islamic ETF-Portfolio
- Alternatives ETF-Portfolio
- Equity Income (DW) ETF-Portfolio (aus nicht kapitalgewichteten ETFs)
- Infrastructure ESG Portfolio („Pure ESG“ Ansatz)
- Real Estate ESG Portfolio („Pure ESG“ Ansatz)

Einige der neuen Länder und Branchen ESG-Portfolios (noch nicht für Privatanleger verfügbar)

Laut aktuellem Morningstar Research gibt es sehr viel Marktpotential für passive ESG Portfolios<sup>204</sup>.

## **ROBO ADVISORS: LIEBER MEHR TRANSPARENZ ALS MEHR REGULIERUNG (5-2018)**

Öko-Test kritisiert in der Ausgabe von März neben teilweise hohen Kosten auch mangelnde Transparenz bei einigen Robo Advisors. Das ist erstaunlich, denn Robo Advisors werben üblicherweise mit niedrigen Kosten und einer hohen Transparenz. Transparenz bedeutet in dem Fall, dass Interessenten und Kunden einfach alle für ihre Investmententscheidungen nötigen Informationen finden und diese auch verständlich und nachvollziehbar sind.

Für Geldanleger gibt es mehrere Bereiche, für die Transparenz wichtig ist: Transparenz über den Anbieter selbst, Transparenz über die Risiko-Klassifikation von Anlegern und Transparenz

---

<sup>204</sup>

[https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/Passive\\_Sustainable\\_Investing\\_Landscape.pdf](https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/Passive_Sustainable_Investing_Landscape.pdf)

über die Zusammensetzung und die Risikoklassifikation von Anlageportfolios. Transparenz ist also wichtig, um Risiken zu reduzieren.

Einige der kritisierten Robo-Advisors sind streng regulierte Vermögensverwalter. Der Öko-Test zeigt, dass eine strenge Regulierung aber nicht unbedingt Transparenz für Anleger mit sich bringt. Transparenz ist eher eine Frage der Unternehmensphilosophie als der Regulierung.

### **Selbstberatungsplattformen oft nicht berücksichtigt**

Derzeit gibt es über 30 aktive Robo Advisors in Deutschland. Üblicherweise werden diese nach der Art ihrer Lizenz klassifiziert. Demnach gibt es drei Gruppen: Die am stärksten regulierten Vermögensverwalter, die Anlagevermittler und die am geringsten regulierten Selbstberatungsplattformen (weitere Selektionskriterien siehe Blogbeitrag<sup>205</sup>).

Selbstberatungsplattformen stellen Anlegern Informationen, Modellportfolios (s.a. dieser Blogbeitrag<sup>206</sup>) und teilweise auch „Tools“ zur Verfügung. Meine Firma Diversifikator ist eine solche Plattform (aber auch eine Unterstützungsplattform für Anlageberater und -verwalter).

In Vergleichen von Robo-Advisors wird eine höhere Regulierungsstufe oft als sehr wichtig für Anleger herausgestellt. Daher werden Selbstberatungsplattformen bei Robo-Vergleichen oft nicht berücksichtigt, auch nicht von Öko-Test.

Dabei können unregulierte Anbieter tendenziell günstigere Angebote machen als regulierte Anbieter, da sie keine Kosten für die Erfüllung der Regulierung haben. Außerdem können sie einen besonders guten Datenschutz bieten, da Selbstentscheider ihnen keine oder nur wenige Daten zur Verfügung stellen müssen.

### **Risikoklassifikation von Anlegern mit falschen Kennzahlen?**

Für eine formelle (regulierte) Anlageberatung müssen die persönlichen Umstände des Anlegers analysiert und geprüft werden. Dabei werden von Robo Advisors (siehe Öko-Test-Analyse) aber auch von traditionellen Beratern nicht immer alle relevanten Informationen abgefragt und/oder es werden ungeeignete Operationalisierungen verwendet.

So wird die Risikobereitschaft eines Anlegers oft mit Hilfe der Schwankungstoleranz erfasst. Mit Hilfe der Kennzahl Volatilität wird dabei ermittelt, welche Schwankungshöhe Anleger maximal tolerieren wollen. In steigenden Märkten sind Schwankungen für Anleger aber oft nicht besonders wichtig und Ähnliches gilt in fallenden Märkten. Für Anleger ist meistens wichtiger, mit welchen maximalen Verlusten sie rechnen müssen. Die Verlusttoleranz wird aber nicht immer abgefragt. Allerdings setzen Regulierer ebenfalls vor allem auf Volatilität als

---

<sup>205</sup> <http://prof-soehnholz.com/deutscher- robo-vergleich-investmentphilosophien-und-viele-weitere-unterschiede/>

<sup>206</sup> <http://prof-soehnholz.com/modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt/>

wichtigste Risikokennzahl, wie man an den Standard-Risikokategorien für Investmentfonds sieht (siehe dazu auch diesen Blogbeitrag<sup>207</sup>).

### **Risikoklassifikation mit falschen Perioden?**

Wenn man eine Anlegerin oder einen Anleger fragt, welches Risiko (Volatilität oder Verluste) sie/er tolerieren kann/möchte, ist die Analyseperiode wichtig. Selbst breit gestreute Aktienanlagen haben in 2008 sehr hohe Risiken aufgewiesen. Von 2009 bis 2017 waren die Risiken der Aktienanlagen wesentlich geringer. Wenn man Anleger fragt, welche Risiken sie tolerieren wollen, werden typischerweise Orientierungswerte (Anker) genannt. Je nachdem, ob riskante Perioden wie 2008 bei den Orientierungswerten berücksichtigt werden oder nicht, können Anleger zu sehr unterschiedlichen Risikoklassifikationen kommen.

### **„Risikoarme“ Portfolios mit falschen Allokationen? Anleihen sind nicht risikofrei**

Nach der Risikoanalyse von Anlegern werden ihnen Portfolios zugeordnet. Portfolios mit hohen Anteilen an sogenannten risikofreien Anlagen wird dabei eine gute Eignung für risikoscheue oder kurzfristig orientierte Anleger zugemessen. Meist werden Anleihen als weitgehend risikofrei eingestuft und moderat risikoscheuen Anlegern werden z.B. Allokationen von 50% Aktien und 50% Anleihen angeboten. Solche Kombinationen hatten in den letzten Jahren relativ niedrige Volatilitäten. Verbraucherzentralen (und meine Firma Diversifikator) sehen Anleihen aber seit einiger Zeit u.a. aufgrund von erwarteten Zinssteigerungen und damit einhergehenden Kursrisiken als riskant an. Sie empfehlen daher „Cash“ als Portfoliokomponente zur Risikoreduktion. Das wird aber von keinem deutschen Robo-Advisor (außer Diversifikator) so umgesetzt.

### **„Risikoarme Portfolios“ mit hohen Risiken**

Kaum ein Anleger weiß, dass bei einem Anlagehorizont von bis zu vier Jahren 50/50 Anlagen aus Anleihen und Aktien, die die Performance des Jahres 2008 beinhalten, zu einer sehr hohen Volatilität geführt hätten (siehe z.B. "Portfolioauswahltool" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Anders formuliert: Wenn man annimmt, dass eine Performance wie 2008 wieder vorkommen kann, muss man vielen risikoscheuen bzw. relativ kurzfristig orientierten Anlegern von einer Beimischung von Aktien abraten.

### **Wissenschaftliche Optimierungen mit unterschiedlichsten Ergebnissen**

Fast alle Robo-Advisors berufen sich auf den Nobelpreisträger Markowitz oder eine modernere wissenschaftliche Basis. Das heißt aber nicht, dass die gebildeten Portfolios gut sind und erst recht nicht, dass sie transparent sind. Um nachzuvollziehen, wie z.B. ein moderates Portfolio aus Anleihen und Aktien zustande kommt muss man wissen, welche Risiken und welche Renditen für Aktien und Anleihen prognostiziert werden und auch, wie sich die Anlageklassen künftig zueinander verhalten (Korrelation). Je nach Annahmen/Prognosen können völlig unterschiedliche optimierte und wissenschaftlich basierte Allokationen zustande kommen

---

<sup>207</sup> <http://prof-soehnholz.com/schwankungen-sind-tolerierbar-intransparenz-nicht/>



(siehe z.B. „Pseudo-Optimierer-Tool“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) bzw. diesen Blogbeitrag<sup>208</sup>).

Welcher Robo Advisor macht diese Probleme transparent?

### **Mehr Regulierung/Haftung kostet meist auch mehr**

Regulierte Anbieter werden in Robo-Vergleichen bevorzugt, weil sie für ihre Arbeit grundsätzlich in besonderer Weise haften müssen. Automatisierte (Robo-) Vermögensverwalter, Vermittler und Anlageberater müssen für ihre Empfehlungen und Umsetzungen genauso haften wie traditionelle Anbieter. Aber bei schlecht kapitalisierten Anbietern kann ein Haftungsfall, besonders wenn er publik wird und damit andere Kunden bzw. Interessenten beeinflusst, schnell teuer bzw. sogar existenzbedrohend werden. Starke Regulierung bringt Anlegern in einer Krise bei einer geringen Kapitalisierung daher möglicherweise nicht so viel.

Alle Anbieter arbeiten mit Depotbanken zusammen. Wenn es sich um eine deutsche Depotbank handelt kann man davon ausgehen, dass diese gut reguliert und kapitalisiert ist. Selbstberater werden bei der Nutzung einer Depotbank genauso geschützt wie Kunden von Beratern und Vermögensverwaltern. Selbstberater haben so zwar das Selbstberatungsrisiko, dafür darf aber auch kein bankfremder Vermögensverwalter auf ihr Geld, ihre Portfolios oder ihre Daten zugreifen. "Böse" könnte man sogar sagen, dass Selbstberater kein Fremdberatungsrisiko haben.

### **Regulierung mit Datenschutz-Risiken**

Für meine Firma Diversifikator habe ich aus anderen Gründen keine Regulierung als Vermittler, Berater oder Verwalter angestrebt. Der erste Grund ist, dass ich in erster Linie ein Business-to-Business Geschäftsmodell habe. Diversifikator liefert vor allem Portfolios an regulierte Vermittler, Berater und Verwalter. Da diese Geschäftspartner den Endkunden betreuen ist die Regulierung dieser Partner für den Endkunden wichtig, nicht die von Diversifikator.

Aber auch für Selbstberater gibt es Gründe, die Plattform von Diversifikator zu nutzen, denn Diversifikator hat einen No- bzw. Small Data Ansatz. Da keine persönlichen Empfehlungen abgegeben werden bzw. keine Vermögensverwaltung erfolgt, müssen keine Daten von Interessenten oder Anlegern abgefragt werden. Und keine Daten abzufragen ergibt den besten Datenschutz für Anleger.

### **Transparenz ist eine Frage der Unternehmensphilosophie**

Als Selbstberatungsplattform wird zudem der Anspruch erhoben, Anlegern volle Transparenz zu bieten. Eine solche Transparenz könnte grundsätzlich auch von regulierten Anbietern

---

<sup>208</sup> <http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/>

angeboten werden, das wird jedoch selbst von Robo Advisors bisher selten gemacht (siehe Öko-Test 3/2018).

## **Zusammenfassung**

Aus Anlegersicht ist besonders wichtig, wie Anlageempfehlungen zustande kommen. Nicht alle Robo Advisors zeichnen sich dabei durch volle Transparenz aus, obwohl viele von ihnen reguliert sind. Der Regulierungsumfang als Selektionskriterium für Robo-Advisors aber auch traditionelle Anlageberater und Verwalter wird meines Erachtens dagegen überschätzt.

## **HARSCHER BANKEN- ABER AUCH ROBO-ADVISOR-KRITIK DER EU (4-2018)**

Am 24. April 2018 wurde der Bericht „Distribution systems of retail investment products across the European Union“ von der EU veröffentlicht.

Zunächst ist das Ziel der Investmentinitiativen der EU interessant: „The Capital Markets Union is set to .... provide more options and better returns for savers and retail investors. .... This requires .... transparency to help investors to make the right investment decisions (S. 3 mit Verweis auf andere EU Quellen).

Auf Basis von fremden Quellen, eigenen Recherchen und anonymen Testkäufen („Mystery Shopping“) wird unter anderem festgestellt:

### **Hauseigene Fonds statt günstiger ETFs**

Auf den Webseiten traditioneller deutscher Anbieter sind relativ viele ETFs (meist günstige Exchange Traded Funds) zu finden (S.19). Im Beratungsgespräch werden ETFs aber nur sehr selten empfohlen (S. 21), denn traditionelle Anbieter bieten vor allem teurere hauseigene „aktive“ Investmentfonds an (S. 23). Das ist in anderen Ländern ähnlich. Nur unabhängige Finanzberater aus Großbritannien (S. 42), die keine Provisionen von Produkthanbietern nehmen dürfen, und Robo-Advisors (S. 23) empfehlen Anlegern ETFs.

### **Auch Onlineplattformen von Banken sind relativ teuer**

ETFs sind in Europa zwar etwas teuer als in den USA, können aber über Onlineplattformen grundsätzlich relativ günstig erworben werden (S. 42). Onlineplattformen von Banken sind für ETF-Anleger aber ca. 50% teurer und für Aktienanleger sogar doppelt so teuer wie unabhängige Plattformen (S. 74 mit Verweis auf eine Studie von Deloitte).

Anders als Robo-Advisors werden soziale Handelsplattformen (Social Trading Plattformen) in dem Bericht als für unerfahrene Anleger ungeeignet eingeschätzt (S. 145).

### **Mangelnde Transparenz**

Außerdem wird eine geringe Transparenz traditioneller Angebote (S. 108) aber auch von Onlineanbietern kritisiert, gerade auch in Bezug auf Kostentransparenz (S. 24, 78, 127, 138,

140). Allerdings sollten die Kosten künftig wegen der Einführung von MiFID II transparenter werden (S. 107).

### **Persönliche Beratung ist wichtig, aber selten unabhängig**

Aufgrund der grundsätzlich großen Auswahl an Produkten und einer hohen Intransparenz ist der Bedarf an Beratung gross. Sogar viele europäische Robo-Advisors ermöglichen daher inzwischen Zugang zu persönlicher Beratung (S. 96).

Bisher werden Investments vor allem über anbieterabhängige Berater verkauft, deren Beratung von Anlegern fälschlich als kostenlos wahrgenommen wird (S. 108). Die Bezahlwilligkeit für unabhängige traditionelle aber auch Robo-Beratung ist dementsprechend gering (S. 108).

### **Strengere Regulierung zu erwarten**

Der Bericht lässt offen, was das für künftige Regulierungen bedeutet.

Provisionsverbote in Großbritannien und den Niederlanden haben zu mehr - und besser informierten - Selbstentscheidern und der stärkeren Nutzung von Onlineplattformen (S. 127) und Honorarberatern geführt (S. 118). Eine Dokumentationspflicht für Beratung gibt es dagegen bisher nur in Deutschland (S. 119) und steht offenbar bei der EU nicht oben auf der Regulierungsagenda.

Es ist wenig überraschend, dass Verbraucherschützer für einfache, günstige und transparente Produkte, unabhängige Beratung und den Einsatz neuer Techniken eintreten (S. 119). Es scheint, als würde die EU diese Überzeugungen teilen.

Produktvorgaben der EU erscheinen mir aber unwahrscheinlich und zumindest in Bezug auf Kostentransparenz sollte MiFID II Verbesserungen bringen, die im EU Bericht noch nicht berücksichtigt werden konnten. Ein Provisionsverbot durch die BAFIN ist angesichts der harschen Kritik am überwiegenden Verkauf teurer hauseigener Bankprodukte über teure hauseigene Plattformen aber denkbar.

Siehe auch „Bedroht die EU (ESG) Regulierung aktives Assetmanagement?“<sup>209</sup> und „Noch mehr (un)sinnvolle (Robo-)Regulierungsideen“<sup>210</sup> auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com).

---

<sup>209</sup> <http://prof-soehnholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/>

<sup>210</sup> <http://prof-soehnholz.com/noch-mehr-unsinnvolle-robo-regulierungsideen/>

## FÜNF ANTI-ROBO STRATEGIEN FÜR TRADITIONELLE ANBIETER(10-2016)

Wie können deutsche Banken, Fonds- und Portfoliomanager bzw. Asset-Manager und unabhängige Berater gegenüber digitalen automatisierten Geldanlage-Programmen (Robo-Advisors) punkten? Studien aus dem Jahr 2016 geben dazu einige Anregungen.

Ausgangslage: Nur ungefähr 17% der Befragten in Deutschland und Großbritannien nutzen die Services von Anlageberatern während es in den USA 28% sind<sup>211</sup>. Allerdings würden mehr als 60% der US-Anleger gerne einen Berater nutzen<sup>212</sup>. Das Potential für Anlageberater ist also groß. Aber sind die (noch) nicht beratenen Kunden auch attraktiv?

Robo-Advisors sind typischerweise auf Anleger ausgerichtet, die keine persönlichen Berater nutzen. Sowohl in den US<sup>213</sup> als auch Deutschland hat sich gezeigt, dass die Nutzer von Robo-Advice-Angeboten vom Einkommen und Vermögen her durchaus attraktiv und daher auch für klassische Berater interessant sind. Daher liegt der Schluss nahe, dass es ein attraktives Neukundenpotential für Anlageberater gibt Die Frage ist, wie Anlageberater diese Kunden gewinnen können.

### **Weniger eigene Produkte bzw. weniger Vertriebsprovisionsabhängigkeit**

Laut einer US-Studie<sup>214</sup> haben amerikanische Bankkunden eine bessere Meinung von ihren Beratern als deutsche Kunden. Insbesondere halten die amerikanischen Kunden ihre Berater für weniger vertriebsprovisionsabhängig bzw. weniger abhängig vom Verkauf hauseigener Produkte.

Amerikanische Kunden haben laut dieser Studie außerdem weniger Vertrauen als deutsche Kunden in Computer bei Geldanlagen. Das ist interessant, weil Robo-Advisors in den USA schon wesentlich mehr Geld einsammelt haben als in Deutschland. Vielleicht sind amerikanischen Banken attraktiver sind als die deutschen, und US Anleger haben daher relativ viel Vertrauen zu ihnen.

Wenn es so wäre, dass US Banken bereits stärker auf vom Anleger bezahlte Gebühren statt auf Provisionen von Produktanbietern oder eigene Produkte setzen, ist das vielleicht gerade der Grund, warum US Kunden ihren Bankberatern mehr vertrauen als deutsche Anleger ihren Beratern.

Und das scheint der Fall zu sein: So gibt es im genossenschaftlichen Sektor und bei Sparkassen aber auch bei vielen Privatbanken und unabhängigen Beratern und Vermögensverwaltern in Deutschland bisher keine oder nur wenige ETF Angebote. Sogar Ausgabeaufschläge werden vielfach noch verlangt und durchgesetzt. Aber „in den USA, Australien, Südafrika und den

---

<sup>211</sup> s. Blackrock, Digital Investment Advice, Robo-Advisors come of Age, Sept. 2016, S. 3

<sup>212</sup> s. Oranj: „The Generation Gap: Understanding Millennial, Gen X, and Baby Boomer Clients“, 2016, S. 2/3; hier Verweis auf einen Connected Investors Report von Salesforce

<sup>213</sup> s. Peter Lohse, Christian Machts: „Robo-Advice: Chancen für Asset Manager, Berater und Anleger“ in Cash-online vom 27.9.2016

<sup>214</sup> Yougov im Auftrag der Quirin Bank siehe Fonds professionell online vom 20.10.2016

Niederlanden sind typischerweise keine Vertriebskosten in den laufenden Fondsgebühren enthalten<sup>215</sup>.

In den USA sind Charles Schwab und Vanguard die mit Abstand größten Anbieter von automatisierten Online-Geldanlagen (Robo-Advice). Und diese Anbieter vermarkten vor allem ihre eigenen ETFs über ihre Robo-Advice Angebote. So etwas gibt es in Deutschland noch nicht. Vielleicht prägen diese beiden Anbieter dieses relativ geringe Vertrauen von US-Anlegern zu Robo-Advisors.

### **Bessere Online-Unterstützung für traditionelle Berater**

„Digital advisers offer many features and tools that a client or adviser may use to personalize portfolios, including financial planning tools to inform portfolio selection; portfolio allocations that clients may customize to their desired asset class mix; the ability to retain legacy positions; sophisticated, technology-driven portfolio rebalancing based on market changes, cash in-flows and out-flows, and risk parameters; and asset placement and tax-loss harvesting services<sup>216</sup>.

Solche Tools können und sollten von traditionellen Anbietern auch angeboten werden. Die Kombination solcher Tools mit persönlicher Beratung kann sogar sehr erfolgreich sein: 65 Prozent der (US-)Befragten, die an Robo-Advice interessiert sind, möchten gleichzeitig eine intensive persönliche Beziehung zu einem persönlichen Berater haben<sup>217</sup>. Und es ist sicher schneller und günstiger, wenn traditionelle Anbieter ihren Bestandskunden zusätzlich neue Tools anbieten als wenn Robo-Advisors den noch zu gewinnenden Neukunden auch noch eine eigene Beratung anbieten müssen.

Auch neue Bankkunden können durch Robo-Advisor Tools adressiert werden. Dafür besonders aufgeschlossene junge Anleger, sogenannte Millennials, haben tendenziell niedrige Einkommen und Vermögen. Aber sie haben ein großes Potential. So sind in den USA sehr viele von ihnen selbstständig bzw. überdurchschnittlich viele von ihnen haben Universitätsabschlüsse, was für eine <sup>gute</sup> Profitabilität dieser Kunden in der Zukunft spricht. Ausserdem sind sie sehr daran interessiert, Geldanlagen besser zu verstehen<sup>218</sup>.

Und: „Nearly 70% of respondents look for modern tools, and over 80% consider convenience, when selecting an advisor“<sup>219</sup>. Letzteres gilt auch für vermögende Anleger: „79% said that it is important for them to have access to their investment information any time, day or night, and

---

<sup>215</sup> s. Natalia Wolfstetter: Anlegerfreundlichkeit auf dem Prüfstand: Die globalen Fondsstandorte im Vergleich, Morningstar 9.6.2015

<sup>216</sup> Morgan Lewis, The evolution of advice, Digital Investment advisors as fiduciaries, 2016, S. 16

<sup>217</sup> s. Lohse, Peter,; Machts, Christian: Robo-Advice: Chancen für Asset Manager, Berater und Anleger, in Cash-online, 27.9.2016

<sup>218</sup> s. Oranj: The Generation Gap: Understanding Millennial, Gen X, and Baby Boomer Clients, 2016, S. 2/3

<sup>219</sup> Oranj: The Generation Gap: Understanding Millennial, Gen X, and Baby Boomer Clients, 2016, S. 3 mit Verweis auf einen Connected Investor Report von Salesforce

65% said that with the help of their adviser they would be interested in using technology to manage their investments.“<sup>220</sup>.

### **Mehr Transparenz bzw. besseres Management von Komplexität**

Robo-Advisors können sich in ihren Anlage-Empfehlungen für vergleichbare Anlegerrisiken stark unterscheiden: „Equity allocations ranged as high as 90% and as low as 51%; fixed income allocations ranged from 10% to 40%“<sup>221</sup>. Für Laien bzw. alleine durch die Lektüre der Online-gestellten Informationen von Robo-Advisors dürfte es meist kaum nachvollziehbar sein, warum bei gleicher Ausgangslage so große Allokationsunterschiede herauskommen.

Um das zu machen, müssten die Allokationsmodelle und die Annahmen bzw. Prognosen zum jeweiligen Zeitpunkt offengelegt werden. Idealerweise müsste ein Anleger außerdem alternative Annahmen prüfen können. Diese Transparenz wird bisher von Online Anbieter selten geboten. Offline-Anbieter bieten aber oft eine noch geringere Transparenz. In einer persönlichen Beratung kann man jedoch auf explizite und vor allem implizite Fragen von Anlegern besser eingehen als online. Wenn es traditionellen Beratern gelingt, dem Anleger zu erklären, warum seine Empfehlung so ist, wie sie ist, kann er damit gegenüber dem angeblich transparenten Robo-Advisors punkten.

Neben der Asset-Allokation wird auch die Finanzplanungsfähigkeit von Robo-Beratern kritisiert: „Robos frequently do not capture good information about assets such as cash or insurance or assets held in accounts away from the robo firm. Nor do they usually get an accurate picture of the customer’s overall financial and life goals“<sup>222</sup>. Gute traditionelle Berater dagegen sollten eine umfassende Finanzplanung leisten können.

### **Mehr verantwortungsvolle Angebote**

Traditionelle Anbieter können Produkte anbieten, die Robo-Advisors (noch) nicht anbieten. Das sind heute vor allem Einzeltitel-basierte (Aktien- und Anleihen statt ETFs) Produkte, die allerdings für die langfristige Kapitalanlage um die es hier geht nicht besser geeignet sein müssen als ETF-Angebote. Oder sie bieten fonds-basierte Produkte an, die Robo-Advisors noch wenig im Fokus haben, z.B. ESG bzw. SRI Angebote.

Verantwortungsvolles Anlegen (ESG/SRI genannt für Environment/Social/Governance oder Socially Responsible Investing) wird für institutionelle Anleger immer wichtiger. Auch im Privatkundenbereich findet es zunehmend Aufmerksamkeit. Für Aktienanlagen scheint diese Form der Geldanlage trotz reduzierter Anlagemöglichkeiten keine Nachteile oder sogar Vorteile für Anleger zu haben. So stellt Morningstar jüngst eine niedrigere Volatilität von Fonds

---

<sup>220</sup> s. Oranj/InResearch: The Rise of the digital advisor, 2016, S. 4 mit Verweis auf eine Harris Befragung für Wells Fargo

<sup>221</sup> Cerulli-Analyseergebnisse s. Blackrock solicits more regulatory scrutiny of Robo-Advisors, eliciting jeers and a cheer, in RIABIZ, 11.10.2016

<sup>222</sup> David Lyon von Oranj in „Blackrock solicits more regulatory scrutiny of Robo-Advisors, eliciting jeers and a cheer“, in RIABIZ, 11.10.2016

mit besonders guten ESG-Scores fest. Der Erklärungsversuch: Unternehmen mit guten ESG Scores haben geringere operationale und Reputationsrisiken als andere Unternehmen<sup>223</sup>.

ESG/SRI wird rein-online bzw. von Robo-Advisors bisher auch in den USA kaum angeboten. Ausnahmen in Deutschland sind Diversifikator und Visualvest, letztere mit Fokus auf ökologische Faktoren.

Das ist eine Chance für Offline-Anbieter, die allerdings relativ schnell auch von Online-Anbietern genutzt werden kann.

### **Besserer Datenschutz**

Datenschutz bzw. Datensicherheit ist schon heute für digitale Anbieter besonders wichtig<sup>224</sup>. Was digital künftig möglich sein kann, zeigt „Meet Eva: Your enlightened virtual assistant and the future for of the invisible bank“<sup>225</sup>. Damit wird Datenschutz bzw. Datensicherheit künftig noch wichtiger.

Banken haben durch ihre jahrelange Erfahrung im Bereich Datenschutz und Datensicherheit einen Erfahrungs- und Vertrauensvorsprung, den sie nutzen sollten, um einen besonders guten Schutz zu bieten. Unabhängige Robo-Advisors müssen erst noch zeigen, dass sie diese Themen auch in schwierigen Situationen im Griff haben. Gerade Start-Ups müssen außerdem sicherstellen, dass die Daten z.B. auch bei einer finanziellen Unternehmenskrise nicht verkauft werden bzw. und in die falschen Hände fallen können.

### **HYBRIDMODELLE: WORAUF TRADITIONELLE FINANZDIENSTLEISTER BEI ROBO-ADVISORS ACHTEN SOLLTEN (5-2017)**

Hybridmodelle bieten Robo-Advisor Services mit ergänzender persönlicher Beratung. Aber es geht in diesem Beitrag auch um beratungslose Robo-Services für traditionelle Anbieter.

Anlageberater und Vermögensverwalter inner- und außerhalb von Banken sind oft skeptisch in Bezug auf Robo-Advisors. Viele interessieren sich dafür, aber wenige haben bisher etwas unternommen. Robo-Advisors ist es bisher offenbar nicht gelungen, viele Berater und Verwalter als Freunde zu gewinnen. Das ist auch kein Wunder.

Die meisten Robo-Advisors sind großspurig mit dem Anspruch angetreten, klassische Beratung und Vermögensverwaltung abzuschaffen. Jetzt zeigt sich, dass Anspruch und Wirklichkeit auseinanderklaffen, denn nicht nur deutsche Robo-Advisors tun sich schwer mit der Kundengewinnung. Viele deutsche Robo-Advisors wollen daher jetzt mit klassischen Beratern bzw. Verwaltern und Banken kooperieren. Das macht auch für die Berater und Verwalter Sinn, wenn es richtig angegangen wird.

---

<sup>223</sup> s. Jon Hale: Higher Sustainability Ratings can mean lower risk, Morningstar, 13.10.2016

<sup>224</sup> s. Blackrock, Digital Investment Advice, Robo-Advisors come of Age, Sept. 2016, S. 2

<sup>225</sup> KPMG, October 2016

Um attraktiv für Berater und Verwalter zu sein, sollten Robo-Advisors diesen den Erhalt bisheriger Umsätze bzw. am besten den Ausbau von Umsätzen ermöglichen. Und das sollte natürlich profitabel für den Berater oder Verwalter sein. Das ist durchaus möglich.

Angenommen ein traditioneller Anbieter hat Einnahmen von 0,5% p.a. durch Provisionen von Fondsanbietern oder durch eine vom Anleger bezahlte Gebühr. Bei einem Anlagevolumen von 100.000 Euro ergibt das nur 500 Euro Umsatz pro Jahr. Aufgrund der bestehenden und neuen Regulierungen (z.B. MiFID II) ist so ein Kunde kaum profitabel zu bedienen. Neukunden zu akquirieren, die „nur“ 100.000 Euro anlegen wollen, macht auch aufgrund hoher Akquisekosten kaum Sinn.

Traditionelle Berater und Verwalter müssen sich also künftig auf Kunden mit höheren Anlagevolumina konzentrieren. Aber das Geschäft mit solchen Anlegern ist hart umkämpft. Das bedeutet höhere Akquisekosten und geringere Margen.

Da vermögende Neukunden schwer zu akquirieren sind, sollten Bestandskunden gehalten werden, selbst wenn man nur wenig mit ihnen verdient. Weil es traditionellen Anbietern auch aufgrund der neuen Konkurrenz durch Robo-Advisors und vor allem ETF-Anbieter kaum gelingen wird, die Preise anzuheben, muss man versuchen, die Kosten zu senken. Durch Automatisierung können Kostenreduktionen erreicht werden. Robo-Advice als vollautomatisierte Lösung für kleinere Bestandskunden kann daher sehr interessant sein.

Auch Robo-Advisors sind daran interessiert, Kunden mit attraktiven Volumina zu akquirieren. Wenn man davon ausgeht, dass die Akquise eines Kunden 500 Euro kostet, sind Anlagevolumina von dauerhaft nur 10.000 Euro selbst langfristig uninteressant, denn mehr als 0,5%, also 50 Euro pro Jahr, kann man mit einem Robo-Advisor nur schwer verdienen. Und 500 Euro Akquisekosten und 0,5% Marge sind eine optimistische Schätzung. Also auch Neukunden von Robo-Advisors sollten mittelfristig idealerweise Anlagevolumina von 50.000 Euro und mehr erreichen, um für die Anbieter interessant zu sein.

Man braucht daher einen Robo-Advisor, der für Bestandskunden traditioneller Anbieter, die bisher persönlich betreut wurden, und Neukunden, die sechsstelligen Anlagen tätigen wollen, attraktiv ist. Dazu muss der Robo-Advisor mehrere Kriterien erfüllen.

Erstens muss die Bedienung bzw. User Experience so attraktiv sein, dass es dem Anleger nichts ausmacht, einen Großteil der Arbeit selbst zu erledigen. Der Robo-Advisor muss so außerdem so viele Informationen und Tools liefern, dass der Bedarf des Anlegers nach persönlicher Beratung auf ein Minimum reduziert wird.

Zweitens müssen die angebotenen Portfolios attraktiv sein. Mit einfachen starren Aktien/Anleihen Portfolios kommt man wohl nicht weit. Wahrscheinlich reicht es künftig auch nicht, nur ETF-Portfolios anzubieten, sondern es müssen vielleicht auch aktive Fonds, nicht-traditionelle Anlagen, direkte Aktienportfolios und Risikomanagement angeboten werden, um für Anleger mit Anlagevolumina über 100.000 Euro dauerhaft attraktiv zu sein.



Drittens wollen traditionelle Anbieter die Kontrolle über ihre Anleger behalten, zumindest sofern diese über 100.000 Euro anlegen können. Inzwischen gibt es auch in Deutschland einige Plattformen bzw. Robo-Advisors, die traditionellen Beratern oder Verwaltern nicht nur die für diesen nicht mehr attraktiven Kleinanleger abnehme sondern auch Private und White Label Lösungen anbieten. Die ideale Private Label Plattform sollte aus administrativen Gründen am besten mit den gleichen Depotbanken arbeiten, die der traditionelle Anbieter heute schon nutzt.

Viertens muss man natürlich auch am Anleger verdienen können. Letzteres heißt, dass man eine Gebühr von ca. 1% p.a. beim Anleger durchsetzen können muss, damit auch der traditionelle Anbieter bei geschätzten laufenden Kosten von 0,5% p.a. für eine Robo-Advisor Plattform noch etwas verdienen kann. Denn zusätzlich zum Robo-Advisor sollte der traditionelle Anbieter immer auch für begleitende Beratung bereitstehen, auf die deutsche Anleger besonders viel Wert legen. Das bedeutet, dass echte Hybridmodelle eingeführt werden müssen.

## ROBO-ANGEBOTE DURCH BANKEN HABEN VIEL POTENZIAL (11-2016)

Traditionelle Banken und unabhängige Anbieter haben mehrere Möglichkeiten, zu sogenannten Robo-Angeboten zu kommen. Dabei definiere ich „Robo“ weit und meine auch online unterstützte ETF-Portfolios, nicht nur voll automatisierte Investment-Management Lösungen.

Selektionskriterien sind vor allem Kosten und Einnahmepotenziale, Zeitbedarf und Adaptionmöglichkeiten. Hier ist zunächst der Überblick über die grundsätzlichen Optionen:

- 1) Aufbau einer eigenen automatisierten Investmentplattform und volle Integration in die eigenen Prozesse
- 2) Mehrheitliche Beteiligung an einem bestehenden Robo-Advisor mit anschließender Adaption an die eigenen Erfordernisse
- 3) Kooperation mit einem bestehen Robo-Advisor, ggf. mit Minderheitsbeteiligung

Der erste Weg wird vor allem von den Großbanken verfolgt. Er ist teuer und langwierig. Die Sparkassen gehen mit Yomo, wenn das Angebot künftig wieder ausgebaut wird, offenbar denselben Weg und die Volks- und Raiffeisenbanken testen ihn mit dem Visualvest-Ansatz. Die Warburg-Gruppe hat Ownly als ersten Schritt zum eigenen Robo-Advisor getan und auch andere größere Banken werden wohl diesen Weg gehen.

Hauck und Aufhänger hat mit dem Kauf von Easyfolio den zweiten Weg beschritten. Easyfolio wird künftig auch Portfolios des neuen Eigentümers anbieten, die Anpassung ist also angelaufen.

Den dritten Weg hat unter anderem die Santander Bank beschritten.

Der „Selbstaufbau“ dauert lange und kann auch recht viel Zeit kosten. Dafür ist man uneingeschränkt in der Lage, seine eigenen Produkte, Preise und den eigenen Markenauftritt umzusetzen, sofern man das möchte, denn Visualvest zum Beispiel geht zunächst bewusst einen anderen Weg.

Beim Mehrheitserwerb an einem Robo-Advisor kann man Produkte, Preise und Markenauftritt entweder sofort oder nach und nach umsetzen. Allerdings ist die Anzahl der deutschen Robo-Advisors, die gekauft werden können, überschaubar. Etliche der über 20 deutschen Anbieter sind inzwischen recht gut finanziert. Erst wenn ihnen das Geld ausgeht und sie nicht erfolgreich genug sind, um weitere Minderheitsbeteiligungen anzubieten, oder wenn sie sehr erfolgreich und damit sehr teuer sind, werden sie wohl zum Mehrheitsverkauf bereit sein.

Bleibt der dritte Weg der Kooperation, der für die meisten deutschen Banken und unabhängigen Anbieter wohl der attraktivste ist. Er kann grundsätzlich relativ kostengünstig und schnell umgesetzt werden. Allerdings sind die Adaptationsmöglichkeiten bzw. der Auftritt unter eigener Marke und mit eigenem Pricing und damit die Einnahmepotentiale meist beschränkt.

Man kann vor allem zwei Arten von Kooperationen unterscheiden:

#### 1. Verweis auf externe Anbieter

Verweis-Beispiel Eins: Diesen Weg scheint die KSW Vermögensverwaltung aus Nürnberg mit Scalable zu gehen. Im Vordergrund steht die Kostensenkung. Dabei verweist man potentielle oder aktuelle Kunden, die zu geringe Einnahmepotentiale für die klassische persönliche Vermögensverwaltung oder Beratung mit sich bringen, an den Kooperationspartner. Dafür sollte es einen Anteil an der Gebühr des Robo-Advisors geben. Der traditionelle Anbieter hat dabei in der Regel keinen Einfluss auf das Portfolioangebot und gibt auch die Kontrolle über den Kunden ab. Es dürfte schwierig sein, so Neukunden für den traditionellen Anbieter zu gewinnen.

Verweis-Beispiel Zwei: Diversifikator bietet eine andere Lösung an. Dabei werden Selbstentscheider (z.B. Direktbank- oder Onlinebrokerkunden) aber auch Beratungskunden vom Kooperationspartner auf die stark online-unterstützten Diversifikator-Portfolios hingewiesen, die dann beim oder durch den traditionellen Anbieter umgesetzt werden. 75% der vereinnahmten Gebühren von 1% p.a. auf den Renditeteil der Anlage bleiben beim traditionellen Anbieter und 25% wird an Diversifikator weitergeleitet. Diversifikator erhält keine Anlegerdaten. So bleibt die Kontrolle über den Anleger beim traditionellen Anbieter und auch das Einnahmepotential ist attraktiv. Der Nachteil gegenüber dem ersten Beispiel ist, dass man diese Kunden weiter verwalten muss und damit weiterhin Kosten hat. Das Beispiel Zwei ist daher eher für Kunden geeignet, die man nicht unbedingt dauerhaft verlieren möchte, aber auch für die Gewinnung von Neukunden, denen man moderne, stark online-unterstützte Anlagemöglichkeiten bietet.

#### 2. Private-Label (PL) Lösungen

PL-Beispiel 1: Die Nutzung einer existierenden Robo-Plattform unter eigenem Label ist der typische Private Label Fall. Bei einer solchen Lösung werden typischerweise nur die Standard-Portfolios vom Robo-Partner angeboten und das Pricing wird durch die direkt vergleichbaren Preise für die Portfolios des Robo-Advisors begrenzt. Damit ist das Einfluss- und Einnahmepotential für den traditionellen Partner begrenzt. Allerdings sollte die Lösung relativ schnell und kostengünstig umsetzbar sein. Wenn ein effektiver Schutz der Kunden des traditionellen Anbieters besteht, ist diese Private Label Lösung auch für die Neukundengewinnung geeignet. Allerdings bestehen relativ wenige Differenzierungsmöglichkeiten vor allem im Vergleich zu den Angeboten der Robo-Plattform.

PL-Beispiel 2: Diversifikator bietet eine „Full-Service“ Lösung an. Dabei kann im weitestgehenden Fall ein Robo-Advisor mit dem vom traditionellen Partner gewünschten Branding, Portfolio- und Toolangebot, Service-Level, IT-Modell und einer passenden Depotbank „compliancekonform auf der grünen Wiese“ gestartet werden. Eine rechtliche, IT- und Prozessintegration ist nicht erforderlich, kann aber jederzeit erfolgen. Das ist eine im Vergleich zur sofortigen Integration relativ schnelle und anders als PL-Beispiel 1 eine voll adaptier- und skalierbare Kooperationsmöglichkeit.

PL-Beispiel 3: Schneller und vor allem kostengünstiger ist es, nur eine eigene Private-Label Webseite aufzusetzen. Damit können Portfolios unter eigenem Label und Pricing angeboten werden. Die sogenannten „most-passive“ Portfolios von Diversifikator sind dafür besonders geeignet, weil sie voll transparent sind. Außerdem kommen sie mit möglichst wenigen Handelsaktivitäten aus und sowohl Selbstentscheider als auch Berater haben nur sehr wenig Aufwand mit der Implementierung der Portfolios. Im Gegensatz zu den PL-Beispielen 1 und 2 wird dabei auf einen voll automatisierten Serviceumfang verzichtet und alle Anleger werden weiterhin vom traditionellen Anbieter erfasst und betreut.

## ROBO-ADVISORS SIND FÜR DIREKTANKEN NUR BEDINGT ATTRAKTIV (5-2016)

Robo-Advisors und Direktbanken: Das hört sich an, als würde es zusammenpassen. Das muss aber nicht so sein. Bei Robo-Advisors geht es ja um Beratung. Und etliche Direktbanken wollen zwar online Geldanlagen möglichst weitgehend automatisiert anbieten, aber sie wollen Anleger nicht beraten.

Das liegt zum Beispiel daran, dass es im selben Konzern andere Einheiten, z.B. klassische Banken mit Filialnetz gibt, die nicht möchten, dass die Direktbank berät. Das liegt aber auch daran, dass Beratung aus regulatorischen Gründen umfassende Dokumentationen und Überwachungen erfordert, die Direktbanken aus Kostengründen gerne vermeiden möchten. Direktbanken positionieren sich daher lieber als Banken für Selbstentscheider.

Eine beratungsfreie Direktbank wird daher keinen eigenen Robo-Advisor anbieten. Aber sie kann Robo-Elemente zur Unterstützung für Selbstentscheider nutzen: Finanzplanungs-Tools, Risikoeinschätzungstools, Portfolioselektionstool und ein Portfolio-Implementierungstool. Oder die Bank kann auf einen externen Robo-Advisor verweisen, dem Kunden zugeführt werden. Dann findet die automatisierte Beratung außerhalb der Bank statt. Dabei muss die Bank aber sicherstellen, dass sie ihre Kunden nicht an den Robo-Advisor verliert. Und die

Direktbank muss auch sicherstellen, dass sie an den Kunden weiterhin verdient, denn die Alternative zum externen Robo-Angebot sind ja bankinterne Angebote.

Klassischen B-C (Business to Consumer) Robos dürfte es schwerfallen, Direktbanken zu Kooperationen zu bewegen, es sei denn, sie sind zum Teilen ihrer Servicegebühren bereit und können die Kundenvertraulichkeit zweifelsfrei sicherstellen. Dabei stehen sie im Wettbewerb mit klassischen Fondsanbietern, die teils hohe Provisionen an Direktbanken zahlen. Auf der Webseite der ING-DiBa beispielsweise wird transparent ausgewiesen, wie viel Provision die Bank an den jeweiligen Fonds verdient. So liegen die laufenden Gebühren oft bei 0,5% p.a. und mehr. Das kann für die Bank sehr attraktiv sein. Dazu kommen teilweise noch einmalige Ausgabeaufschläge. So viel können B-C Robo-Advisors wohl kaum zahlen.

## VERMÖGENSVERWALTER KÖNNEN MIT „ROBO-SUPPORT“ STARK WACHSEN (8-2016)

Robo-Support ist der wesentliche Treiber eines 22%igen Kundenwachstums von registrierten US Vermögensverwaltern im letzten Jahr. Das ist jedenfalls die Erklärung aus dem Report „2016 Evolution Revolution“ der US Investment Advisor Association und des National Regulator Service (hier: S. 6 und 15)<sup>226</sup>. Der Report wertet die offiziellen Berichte von fast 12.000 registrierten Beratern aus.

„A substantial part of this increase can be attributed to two trends, both related to the rise of automated investment advice models—the provision of automated advice to retirement plan participants and the growth among advisers using websites and/or mobile device apps to reach a greater number of clients with lower investment balances“ (S. 15).

Robo-Support wird auch von großen Vermögensverwaltern sehr erfolgreich eingesetzt: „Six ... of the top 100 advisers by number of clients fit this description. These six ... advisers alone collectively reported nearly 1.2 million additional clients in 2016“.

Keine Überraschung dagegen ist die Tatsache, dass die Zahl der registrierten „reinen“ Online Robo-Advisors um fast 60% auf insgesamt 126 gestiegen ist (S. 15).

Die Vereinigung der US Vermögensverwalter und die Aufsichtsbehörde erwarten einen weiteren Anstieg von Robo-Support bzw. Des hybriden Modells und von reinem Online Robo-Advice: „The trend toward automated advice —both as a standalone model and incorporated into “human touch” businesses—is likely to continue, driven by investor demographics, fee pressure, and increasing costs“ (S. 5).

---

<sup>226</sup> 2016 Evolution Revolution, A profile of the investment advisor profession, by Investment Advisor Association und National Regulatory Services, vom 23.8.2016 („Evolution Revolution and its findings are based on Form ADV, Part 1 data filed by all SEC-registered investment advisers as of April 8, 2016. Advisers are required to file specific information electronically using the Investment Adviser Registration Depository (IARD) system“

In Deutschland spricht die Überalterung der Gesellschaft gegen eine so starke Zunahme von solchen Angeboten. Andererseits steigt die Online-Affinität durch die zunehmende Zahl von Anlegern, die seit ihrer Kindheit Online aktiv sind. Steigende Personal- und Regulierungskosten sind auch in Deutschland ein Problem für Vermögensverwalter. Die IT Kosten sind allerdings differenziert zu sehen. Einzelne Services können immer günstiger automatisiert werden. Allerdings führt die zunehmende Zahl von automatisierten Services tendenziell zu höheren IT-Kosten für Vermögensverwalter. Und auch Preisdruck durch die Provisionsverbotsdiskussion und die Zunahme von klassischen ETF- und Smart-Beta Angeboten ist in Deutschland ein Thema. Es spricht also viel dafür, dass „Robo-Support“ auch für deutsche Vermögensverwalter ein wichtiges Thema wird.

„Automated advice to retirement plan participants“ dagegen gibt es in Deutschland meines Wissens, vielleicht mit der Ausnahme von Fairr, noch gar nicht. Auch hierfür gibt es ein großes Wachstumspotential. So leidet die Verbreitung von privater beziehungsweise betrieblicher Altersvorsorge an relativ hohen Erklärungs- bzw. Vertriebskosten. Automatisierung kann diese Kosten nennenswert senken und so das Kundenpotential erheblich ausweiten.

Klassische Vermögensverwalter mit KWG-Lizenz<sup>227</sup> dürfen Kundenvermögen eigenständig und/oder im Kundenauftrag verwalten. Das Geschäftsmodell ist typischerweise auf individuelle Vermögensverwaltungen ausgerichtet, d.h. jeder institutionelle oder Privatkunde erhält ein individuell gemanagtes Portfolio. Die Anleger können, sofern sie es wünschen, über ihre Portfolios mitbestimmen. Die Individualität hat aber auch Nachteile. Der Vermögensverwalter kann so nur schwer zeigen, dass er etwas besonders gut kann bzw. was er besonders gut kann, denn die Anleger möchten üblicherweise nicht, dass ihre Portfolios öffentlich gemacht werden. Außerdem bestimmen die Anleger über ihre Portfolios mit, so dass auch eine anonymisierte Aggregation der Portfolioperformances wenig aussagefähig ist.

Außerdem ist ein relativ großes Vermögen nötig, um eine individuelle Vermögensverwaltung, die sehr aufwändig sein kann, effizient und zur Kunden- und Vermögensverwalterzufriedenheit umzusetzen. Viele Vermögensverwalter sind daher dazu übergegangen, eigene Fonds anzubieten, in denen Anlagen mehrerer Kunden gepoolt werden. Solche Fonds sind oft als Publikumsfonds ausgestaltet und damit relativ transparent. Aber solche Fonds sind auch relativ teuer in der Auflegung und in der Verwaltung und lohnen sich daher oft erst ab ca. EUR 10 Millionen Anlagevolumen. Die Anzahl der Fonds, die ein Vermögensverwalter auflegen kann, ist damit begrenzt.

Um die Vermögensverwalterleistungen zu zeigen, ist eine Veröffentlichung von Musterportfolios eine Alternative zur Auflegung von Fonds. Musterportfolios sind viel günstiger aufzusetzen als Fonds. Aber auch Musterportfolios können in der Betreuung aufwändig sein. Das ist besonders dann der Fall, wenn viele Daten/Informationen benötigt werden, die Entscheidungen für die Musterportfolios nicht automatisierbar sind und wenn in den Portfolios viel gehandelt wird.

Musterportfolios kann man zum Beispiel mit Plattformen wie Wikifolio oder United Signals technisch effizient umsetzen. Wenn hohe Renditen erzielt werden, kann man über solche

---

<sup>227</sup> KWG Kreditwesengesetz

Plattformen auch Aufmerksamkeit für die Portfolios generieren. Viele KWG-regulierte Vermögensverwalter legen jedoch Wert auf Risikobegrenzung in den Portfolios ihrer Kunden und werden daher mit ihren Musterportfolios kaum übermäßig hohe Renditen erwirtschaften. Damit werden sie auf den Ranglisten von Wikifolio et al. selten in den Renditeranglisten oben stehen und über solche Plattformen wohl kaum nennenswerte zusätzliche Aufmerksamkeit für ihre Services erreichen. Sie könne ihre Bestandskunden und Interessenten allerdings auf ihre Portfolios auf solchen Plattformen hinweisen und damit zusätzliche nachprüfbare „Track-Records“ schaffen. Ein Risiko dabei ist, dass der Kunde des Vermögensverwalters dort zahlreiche andere Portfolios sieht, die auf den ersten Blick besser laufen als die Portfolios seines Verwalters.

Zusätzliche daten- und handelsintensive Portfolios sind also nur mit hohem Aufwand und erheblichen Risiken umsetzbar. Portfolios mit geringen Daten- und Handelsanforderungen können allerdings gut zusätzlich als Musterportfolios auf einer eigenen Online-Plattform angeboten werden. Das Risiko, gegenüber anderen Portfolios schlecht abzuschneiden, besteht jedoch weiterhin. Es ist geringer, wenn nicht zu viele fremde Portfolios im direkten Vergleich zu sehen sind und wenn es nicht nur um hohe Renditen geht. Die Musterportfolios sollten aber trotzdem gut sein und idealerweise auch innovativ.

Um eine solche Präsenz herzustellen, kann man auch eine Private Label Lösung nutzen, also ein Online Angebot unter eigener Marke. Diversifikator bietet solche Private-Label Lösungen an, bei denen Vermögensverwalter eigene Portfolios neben die von Diversifikator online stellen können. Auch eine Plattform mit Portfolio-Implementierungsunterstützung, die unter der Marke des Vermögensverwalters auftritt, kann schnell und kostengünstig umgesetzt werden. Damit kann der Vermögensverwalter seinen Kunden effizient „7/24“ Zugang zu weiteren Portfolios ermöglichen.

Man kann aber auch auf eigene Online Portfolios verzichten und seinen Kunden in Kooperation mit einem Robo-Advisor dessen Portfolios anbieten. Dafür muss der Robo-Advisor aber auch ausgerichtet sein. So sollte der Vermögensverwalter an den Kunden verdienen, die er auf die Robo-Plattform bringt. Außerdem sollte der Vermögensverwalter darauf achten, dass die Daten seiner Kunden vertraulich behandelt werden.

## ROBO-ADVISORS SIND AUCH FÜR DEUTSCHE ASSET-MANAGER INTERESSANT (5-2016)

Asset-Manager mit BAFin Lizenz dürfen Investmentfonds managen. Anders als viele Vermögensverwalter mit KWG-Lizenz, die Portfolios managen und Kunden beraten, haben sie meist nur ein „Standbein“, nämlich das Asset-Management. Full-Service Robo-Advisors wiederum managen ebenfalls Portfolios und beraten Anleger. Das sieht eher nach Konfrontation als Kooperation zwischen Asset-Managern und Robo-Advisors aus. Das muss aber nicht so sein: Fidelity hat eMoney gekauft, Vanguard hat einen eigenen Robo-Advisor aufgebaut, Invesco hat Jemstep akquiriert und Blackrock hat Future Advisor übernommen. Dafür wird es gute Gründe geben, denn diese Robo-Advisors waren nicht billig zu haben. In

Deutschland geht die Übernahme von Easyfolio durch Hauck & Aufhäuser offenbar in eine ähnliche Richtung.

Was bringt ein Robo-Advisor einem Assetmanager? Zunächst denkt man dabei an den Online-Verkauf bestehender Fonds des Asset-Managers. Robo-Advisors zeichnen sich üblicherweise dadurch aus, dass sie sehr günstige Portfolios aus einem sehr breiten Spektrum von ETFs anbieten. Damit können von den oben genannten Firmen Vanguard, Schwab und die Blackrock-Tochter iShares mit ihren sehr breiten Paletten als günstig geltender ETFs werben. Andere Assetmanager mit überwiegend relativ teuren, aktiv gemanagten und oft nur schwer zu erklärenden bzw. kaum vom Wettbewerb unterscheidbaren Produkten würden mit dem Verkauf ihrer Produkte über eine eigene Robo-Plattform an Neukunden wohl nicht unbedingt erfolgreich sein.

Ihre eigenen Fonds günstiger über Robo-Plattformen an Bestandskunden zu verkaufen, kann aber auch nicht im Sinn der Anbieter sein, weil sie sich damit möglicherweise selbst zu viel Konkurrenz machen. Vielleicht lohnt sich das für Anbieter mit einer großen Fondspalette und einer geringen sogenannten Cross-Selling Quote. Eine breit gestreute teure Werbung für kostengünstige Robo-Angebote von Bestandsprodukten dürfte aber auch für Anbieter großer Produktpaletten unattraktiv sein. Was sich für große Assetmanager aber rechnen kann ist, Bestandskunden zusätzlich zu ihren meist „aktiven“ Fonds günstige passive Fonds bzw. ETFs, z.B. solche mit neuem Faktor- bzw. Smart-Beta-Ansatz, die der Asset-Manager sonst nicht im Angebot hat, effizient über eine Online bzw. Robo-Plattform anzubieten.

Aber eines der Probleme selbst von großen von Assetmanagern ist, dass sie ihre Kunden in den Publikumsfonds gar nicht unbedingt kennen, sofern sie nicht direkt vertreiben, was die Ausnahme ist. Meistens bieten sie ihre Produkte über Banken und andere Vertriebswege an. Die Kunden können also nicht direkt angesprochen werden, sondern müssen über andere Wege angeworben werden.

Kleine Asset-Manager mit wenigen Fonds haben zudem oft nur wenige Bestandskunden. Sie werden vor allem darauf aus sein, Neukunden zu akquirieren. Wenn ihre Fonds online gut verkäuflich sind, kann ein Robo-Ansatz als besonders stark unterstützte Online-Vermarktung, attraktiv für sie sein. Online einfach vermarktbar sind aber nur attraktive und leicht erklärbare Produkte, also vor allem regelbasierte Produkte oder Produkte mit langem gutem Track-Record. Es gibt nicht viele kleine Assetmanager mit eigenem Bestand an Endkunden, passenden Produkten und einem ausreichenden Marketingbudget für die Neukundenakquise, um ein solches Modell erfolgreich zu machen. Große ausländische Assetmanager haben es in dieser Beziehung aber eventuell leichter mit dem Markteintritt in Deutschland: So ist der US Asset-Manager Dimensional mit seinen Fonds sogar schon auf mehreren deutschen Robo-Plattformen vertreten.

Eigene Robo-Advice Angebote oder auch Private-Label Lösungen sind daher nur von ganz wenigen Asset Managern zu erwarten, am ehesten noch von finanzstarken ausländischen Assetmanagern mit einer bisher geringen Präsenz in Deutschland und mit Fokus auf ETFs oder regelbasierte Smart-Beta Produkte. Kleine Assetmanager können versuchen ihre Produkte auf bestehenden Robo-Plattformen zu vermarkten, aber auch das wird enge Grenzen haben.

Für alle Asset-Manager gilt aber das zu den Vermögensverwaltern gesagte in Bezug auf Musterportfolios: Online- bzw. Robo-Plattformen können eine gute Testbasis für neue Produkte sein. Was daher kommen könnte sind Fonds, die erfolgreiche Online-Musterportfolios verpacken und zum Beispiel mit einem zusätzlichen Risikomanagement versehen, welches mit Musterportfolios nur schwer umzusetzen ist.

## VERSICHERUNGEN SOLLTEN MIT ROBO-ADVISORS KOOPERIEREN (4-2016)

Versicherungen haben viele Sorgen. Und Robo-Advisors scheinen für die meisten von ihnen nicht auf der Agenda zu stehen. In den USA gibt es mit Northwestern Mutual aber mindestens eine Versicherung, für die das anders ist. Sie hat Learnvest gekauft, einen großen Anbieter von Finanzplanungssoftware. Und es sieht so aus, als wenn daraus ein Robo-Advisor mit Unterstützung durch persönliche Beratung werden könnte. So gibt es heute schon „A dedicated financial planner, available to you 24/7 via email“ und „Online tools, classes, and articles to help you put the advice into action“<sup>228</sup>.

Macht eine Zusammenarbeit von deutschen Versicherungen mit Robo-Advisors Sinn? Für manche Anbieter kann das durchaus überlegenswert sein. So sind Lebensversicherungen seit Langem wichtige Anbieter von Kapitalanlageprodukten. Seitdem die Zinsen sehr niedrig und die Kapitalgarantiekosten gestiegen sind, stehen Kapitalanlageprodukte mit voller Garantie nicht mehr im Fokus der Lebensversicherungen. Diese bieten daher zunehmend Kapitalanlageprodukte ohne bzw. mit stark reduzierten Garantien an. Der Vertrieb solcher Produkte erfolgt über Banken, Ausschließlichkeitsvertriebe, Partner-Vertriebe und/oder Online.

Viele der Zielkunden haben inzwischen Smartphones oder sind offen für andere Formen der Onlinenutzung. Während Insurtech vor allem mit dem Fokus Online-Vermarktung von Sachversicherungen diskutiert wird, gibt es zum Thema Online-Vertrieb fondsgebundener Produkte aktuell nicht viel Neues. Aber es gibt ja auch schon einige derartige Online Angebote von Direktversicherungen.

Im Vergleich zu Robo-Advisors, die Interessenten online sehr einfache und kostengünstige Kapitalanlagemöglichkeiten bieten, erscheinen bisher reine Online bzw. Direktversicherungen nicht besonders kundenorientiert in Bezug auf die „User Experience“, die sie bieten, also die Online-Nutzerfreundlichkeit. Auch die Ausgestaltung der angebotenen Kapitalanlage-Produkte ist nicht immer überzeugend. So sind nicht unbedingt immer die besten Fonds in Policen vertreten<sup>229</sup>.

Wenn man eine fondsgebundene Versicherungspolice sucht, die nur ETFs nutzt – und zwar ohne eine Verpackung in manchmal teure Dachfonds, wird man nicht so einfach fündig. Und wenn man versucht, die Asset-Allokation einer fondsgebundenen Lebensversicherung nachzuvollziehen, ist das auch nicht immer einfach möglich. Wenn man dann noch nach

---

<sup>228</sup> Quelle: [www.learnvest.com](http://www.learnvest.com) vom 23.4.2016

<sup>229</sup> siehe Feri EuroRating Studien zu fondsgebundenen Versicherungen im Allgemeinen, z.B. vom 11.5.2015



überzeugenden ESG (Environment, Social, Governance) Angeboten sucht, wird das Angebot ganz dünn.

Versicherungen, die Kapitalanlageprodukte anbieten, sollten sich deshalb mit dem Thema Robo-Advisor beschäftigen, die ja überwiegend transparent günstige ETF-Portfolios mit starkem Online Support anbieten. So könnte eine Versicherung eine Police anbieten, die ein „Robo-Portfolio“ beinhaltet. Der Anleger kann mit Hilfe eines Robo-Advisors eine Finanzplanung machen, sein Risikoprofil bestimmen und ein Portfolio aussuchen. Vielleicht, und das gibt es meines Wissens noch nicht online, kann er künftig auch eine passende Versicherungspolice dazu auswählen.

Finanziell kann das für den Anleger attraktiv sein. Lebensversicherungen bieten immer noch Steuervorteile, selbst wenn es sich oft nur um eine in die Zukunft verlagerte Besteuerung zu dann aber potentiell niedrigeren Steuersätzen in der Rentenphase handelt.

ETF-gebundene Versicherungspolice sind nicht nur wegen der günstigen ETFs attraktiv. In der Police entfällt die Umsatzsteuer, die bei ETF-Portfolios ohne „Verpackung“ als Police oder Fonds anfällt und auch die Portfolio-Implementierungskosten werden für Anleger geringer, da Portfoliotransaktionen von Versicherungen gebündelt umgesetzt werden können. So müssen sie nur eine Police kaufen statt mehrere ETFs direkt einzeln zu kaufen und diese dann auch noch zu rebalanzieren bzw. umzuschichten. Bei Versicherungen herrschen zudem monatliche Einzahlungen vor. Banksparpläne auf Portfolios mehrerer ETFs sind bisher noch selten, so dass sich ETF-gebundene Polices derzeit sogar noch inhaltlich von Bankprodukten abheben können.

Deutsche Anleger werden bei der Kapitalanlage auf absehbare Zeit nicht völlig auf Beratung verzichten wollen. Versicherungen mit ihrem Zugang zu oft mehreren Vertriebswegen bzw. Beratungskanälen können das gut nutzen, indem sie Online-Kapitalanlageangebote mit Beratung kombinieren. So kann der Bankberater oder auch der bankunabhängige Berater eine fondsgebundene Versicherung wahrscheinlich einfacher verkaufen, wenn der Kunde sich vor Abschluss des Geschäftes online detailliert über das Angebot informieren kann. Durch den Zugang zu Beratung über viele Wege macht auch für Robo-Advisors eine Kooperation mit Versicherungen Sinn. Es muss nur sichergestellt werden, dass die Beratung bzw. Vertriebsleistung, die von der Versicherung geleistet bzw. organisiert wird, auch honoriert wird. Aber das ist grundsätzlich machbar.

Besonders interessant wäre es für Versicherungen, wenn es ihnen so gelingen würde, nicht nur relativ teuer zu akquirierendes Neugeschäft zu machen, sondern auch das Geschäft mit Bestandskunden effizienter zu halten und auszubauen. Dazu sollten sie unter anderem versuchen, einen größeren Anteil an den Geldern aus auslaufenden Lebensversicherungen zur Wiederanlage zu akquirieren. Der Anteil der Versicherungen an diesem attraktiven Anlagepool ist heute ziemlich gering. Viele der meist über 50jährigen Versicherungsnehmer solcher auslaufenden Lebensversicherungen sind sogenannte Best Ager und ziemlich internetaffin<sup>230</sup>.

---

<sup>230</sup> Statista: Best Ager (Generation 50plus) in Deutschland nach Zustimmung zu verschiedenen Aussagen über Medien und Mediennutzung im Jahr 2013“ auf [www.statista.com](http://www.statista.com)

Versicherungsvermittler bzw. -Makler, die keine zusätzlichen Genehmigungen haben, dürfen nur Versicherungen vermitteln bzw. makeln. Viele von ihnen beschäftigen sich aber schon seit Jahren intensiv nicht nur mit dem Thema der Risikoabsicherung durch Versicherungslösungen sondern auch mit anderen Formen der Absicherung, z.B. durch Kapitalanlagen bzw. sparorientierte fondsgebundene Versicherungen.

Robo-Advisors bieten mehrere Services an, die Versicherungsexperten beim Verkauf von fondsgebundenen Produkten helfen können. So nutzen Robo-Advisors kostengünstige und zunehmend populäre ETFs für ihre Angebote, die Versicherungsprofis von ihren Versicherungspartnern bisher oft noch nicht angeboten werden. Außerdem stellen Robo-Advisor 7 Tage die Woche und 24 Stunden am Tag Informationen bereit, die Anlegern aber auch den Versicherungsexperten helfen können, Anlageentscheidungen vorzubereiten bzw. zu treffen.

## ROBO-ADVISORS ZUR FONDSVERMITTLER- UND BERATER-UNTERSTÜTZUNG (5-2016)

Fondsvermittler (Finanzanlagenvermittler) dürfen Fonds vermitteln, Honorar(finanzanlagen)berater zu Fonds beraten. Beide Gruppen werden einerseits durch Robo-Advisors bedroht, können aber andererseits auch von Robo-Advisors profitieren. Der erste Aspekt ist schon viel diskutiert worden. Typische Robo-Advisors automatisieren den kompletten „Beratungs-“ und Anlageprozess, so dass Vermittler und Berater nach Aussagen der Anbieter von Robo-Plattformen überflüssig werden. Soweit das Kunden mit kleinem Anlagepotential betrifft, die nicht profitabel von Vermittlern und Berater bedient werden können, stört diese das nicht. Bei profitablen Kunden bedroht das Berater und Vermittler aber durchaus.

Bisher habe Robo-Advisors noch sehr wenige Kunden. Das gilt auch für die meisten Robo-Advisors in den USA. Die Kunden der Robo-Advisors sind jedoch oft nicht unbedingt die jüngsten und sie haben durchaus attraktive Anlagebeträge bei den Robos. In den USA, und in Deutschland zumindest bei den sogenannten Vermittlerpools, scheint sich die Erkenntnis durchzusetzen, dass eine gute online (Robo) Unterstützung für Vermittler und Berater sehr interessant sein kann. Je mehr der Anleger online lernt und selbst macht, desto stärker kann sich der Berater auf die wichtigen Beratungsaspekte wie die Finanzplanung konzentrieren. Und Anleger wollen offenbar nicht zu 100% online alleine gelassen werden, denn nicht immer können alle ihre Fragen online sofort zufriedenstellend beantwortet werden.

Berater, die vom Kunden direkt bezahlt werden, haben Anreize, Kunden möglichst günstige Portfolios zu empfehlen, da die Performance solcher Portfolios durch die niedrigen Kosten besser sein sollte als die von teureren Angeboten. Es ist zudem bekannt, dass sogenannte aktive Fonds ihre Benchmarks nur selten schlagen. ETF-Portfolios sind daher für Honorarberater besonders attraktiv.

Vermittler werden vom Produktgeber bezahlt. Sie haben dementsprechend Anreize, Fonds mit hohen Provisionen zu verkaufen und wenige Anreize, einzelne ETFs zu vermitteln. Allerdings lassen sich nur gute aktive Fonds einfach verkaufen. Und ETFs können als ETF-Portfolios, die Provision ermöglichen, auch für provisionsorientierte Vermittler attraktiv sein. Und je besser

Fonds bzw. (ETF)Portfolios online-unterstützt bzw. vorverkauft werden, desto eher werden sie von Beratern und Vermittlern akzeptiert werden.

Die meisten Robo-Plattformen sind im Endkundendirektgeschäft (B-C) aktiv. Erst wenn es Angebote wie in den USA mit Betterment Institutional gibt, die zusätzliche Einnahmen für Berater und Vermittler vorsehen, wird die Kooperation von Beratern und Vermittlern mit Robo-Plattformen attraktiv.

Eines der interessantesten Kompensationsmodelle ist das „asset-based“ Servicegebührenmodell, welches für vermögende Anleger im traditionellen Geschäft heute auch in Deutschland üblich ist. Der Endkunde bezahlt eine Gebühr, die auf Anlagevolumensbasis berechnet wird. Dann muss der Honorarberater nicht jede Minute seiner Beratung extra verkaufen bzw. rechtfertigen und der Vermittler kann unabhängig von Anbieterprovisionen agieren. Für letzteren wird damit auch das Angebot günstiger ETFs bzw. ETF-Portfolios attraktiv. Dabei sollten Berater und Vermittler darauf achten, dass die Robo-Plattformen sehr sorgfältig mit den Daten ihrer Kunden umgehen und diese Informationen nicht irgendwann nutzen, um die Berater und Vermittler zu umgehen.

## ROBO-SUPPORT FÜR BERATER VERMÖGENDER ANLEGER (8-2016)

Robo-Advice ist eigentlich die automatisierte Online-Beratung mit Fokus auf junge Anleger, die menschliche Berater überflüssig machen soll. Daher ist der Inhalt der Überschrift zu diesem Kapitel erstaunlich. Befragungsergebnisse resultieren ja auch nicht immer in Aktivitäten und US Erfahrungen sind nicht immer und vor allem nicht sofort auf Deutschland übertragbar. Allerdings wurden über 400 Beratungsunternehmen gefragt und zwar nicht irgendwelche, sondern sogenannte Elite Berater. Elite Berater sind besonders große Unternehmen, von denen über 50% mehr als 50 Millionen Dollar pro durchschnittlichem Kunden und 65% Anlagevolumina von insgesamt mehr als einer Milliarde Dollar betreuen. In 2015 waren es „erst“ 46%, die gesagt haben, dass Robo-Advice sie unterstützen kann<sup>231</sup>.

Bei den befragten US Firmen steht die Akquisition neuer und jüngerer Kunden im Vordergrund. Das ist auch das Kundensegment, auf das sich viele amerikanische und deutsche Robo-Advisors im Marketing konzentrieren. Wenn man allerdings analysiert, wie alt ein Kunde eines Robo-Advisors im Schnitt ist und wie viel Vermögen er vermutlich hat, wird man überrascht. Fast alle mir bekannten Berichte von Robo-Advisors in den USA und in Deutschland deuten darauf hin, dass der durchschnittliche Kunde männlich und über 40 Jahre ist und bereits über ein recht hohes Einkommen bzw. sogar schon ein relativ hohes Vermögen verfügt.

Was bedeutet das für deutsche Anlageberater? Sie sollten sich intensiv mit den Möglichkeiten von Robo-Advice Angeboten beschäftigen und zwar nicht nur für die Neukundenakquise, sondern auch für die Bestandsbewahrung bzw. den Ausbau des Geschäfts mit Bestandskunden.

---

<sup>231</sup> repräsentative Befragung von Blackrock und IN Research mit dem Titel „2016 Elite RIA Study“. RIA steht für registrierte Investmentberater. Ein Kommentar bzw. eine Analyse zu der Studie findet sich z.B. in Investment News vom 2. August 2016 mit dem Titel „Assets in robo-advice channel surge, as more RIAs prepare to jump in“.

Die gute Nachricht: Der Aufbau eines eigenen Robo-Advisor Angebotes kann schnell und günstig erfolgen. Es gibt inzwischen einige Anbieter, die solche B-B Services anbieten.

In Bezug auf dieselbe Studie heißt es aber auch: „Top advisors rejecting robo-advice model<sup>232</sup>.“ Tatsächlich sagen nur 9% der US „Elite“-Berater (aber 25% der anderen Berater), dass sie in den nächsten ein bis zwei Jahren Robo-Advice anbieten wollen. Hinzu kommen noch die 7-8%, die schon Robo-Advice anbieten. Das ist aber durchaus konsistent mit den anderen Antworten. So sehen sich nur 6% der Elite-Berater (16% der anderen Berater) als solche, die Technologien sehr früh annehmen. 41% (31%) warten erst mal ab, bis die ersten Vorreiter damit erfolgreich sind und 37% (35%) nutzen Technologien erst, nach sie „well-established“ sind.

Wenn man sich die weiteren Antworten der Umfrage ansieht fällt auf, dass es offenbar noch eine erhebliche Unsicherheit gibt, welche Technologien den Kunden angeboten werden sollen. Die Entscheidung für die Art eines Robo-Advice Angebotes ist ja auch nicht einfach. Dabei geht es gar nicht primär um Technologie, sondern darum, wie man einen Robo-Advice aufbauen sollte. So gibt es sehr viele Unterscheidungsmerkmale für Robo-Advisors, aber nur sehr wenige davon sind technischer Art<sup>233</sup>.

Bei Diskussionen mit Banken bzw. Beratern zur Ausgestaltung möglicher White bzw. Private Label Robo-Advice Angebote wird klar: Viele Entscheidungen bzw. Festlegungen sind nötig und so kann es dauern, bis eine Bank bzw. ein Berater sich für eine konkrete Ausprägung bzw. einen Partner entscheidet

Kunden, die online aktiv sind, können sehr attraktiv sein: „Die Kundenprofitabilität liegt bei Banken mit überdurchschnittlich digital agierenden Kunden um 38 Prozent höher als bei Banken mit durchschnittlich digital agierenden Kunden. Treiber sind dabei nicht nur die Kosten (die bei digitaler Interaktion natürlich auch geringer sind), sondern auch die Erträge. Kunden mit hoher digitaler Interaktion haben höhere Volumina, nehmen mehr Produkte in Anspruch und sind demnach für die Institute interessanter als weniger digitalaffine Kunden.“<sup>234</sup>

Die aktuelle Befragung von über 5000 sehr vermögenden Privatkunden ergibt, dass die digitalen Kompetenzen bei der Auswahl von Beratern auch für sehr vermögende Anleger sehr wichtig sind. Es besteht außerdem eine hohe Bereitschaft seinen aktuellen Berater zu verlassen, wenn er nicht über ausreichende digitale Angebote verfügt. Über 50% des Nettogewinns der Berater sind laut Capgemini so bedroht<sup>235</sup>.

---

<sup>232</sup> Investment News vom 9.8.2016

<sup>233</sup> In dem Blog-Beitrag vom 25.7.2016: „Deutscher Robo-Vergleich: Investmentphilosophien und andere Unterschiede“ werden 17 mögliche Unterschiede zwischen Robo-Angeboten genannt und kein einziger davon ist rein technisch, sondern alle sind konzeptioneller Art.

<sup>234</sup> Holger Sachse von der Boston Consulting Group in einem Interview von Hansjörg Leichsenring im Bank Blog vom 8.8.2016

<sup>235</sup> Capgemini Studie laut Bank Blog von Hansjörg Leichsenring vom 11.8.2016 mit dem Titel „Im Private Banking ist mehr Digitalisierung gefragt. Reiche Kunden verlangen digitale Lösungen für die Vermögensoptimierung“

Es geht also nicht darum, dass Banken bzw. Berater oder Vermögensverwalter kein Robo-Advice anbieten wollen, weil sie es für eine schnell wieder verschwindende Modeerscheinung halten. Es geht auch nicht darum, dass sie Robo-Advice nicht anbieten wollen, weil sie es als schädliche Konkurrenz sehen. Meiner Meinung nach werden viele unabhängige deutsche Berater und Banken über kurz oder lang ganz sicher verstärkt beratungsunterstützende Online Services anbieten.

## AUCH TIPPGEBER KÖNNEN VON ROBO-ADVISORS PROFITIEREN (5-2016)

Tipgeber sind typischerweise ehemalige Vermittler bzw. Berater, die sich nicht nach KWG bzw. Gewerbeordnung zulassen und beaufsichtigen lassen wollen, zum Beispiel weil sie nebenberuflich oder nicht mehr in Vollzeit tätig sind. Tipgeber haben oft ziemlich viel Erfahrung mit Kapitalanlagen und möchten an ihren Tipps natürlich gerne auch verdienen. Die Tipps erfolgen normalerweise nicht in Form von Anlagetipps an Endkunden sondern in Form von Hinweisen auf potentielle Geschäfte mit Endkunden an Vermögensverwalter, die reguliert sind. Von diesen werden die Tipgeber auch kompensiert, wenn der Tipp zu einem Geschäft für den Tippempfänger führt. Wenn Robo-Advisors für Tipps zahlen können, sind sie auch für Tipgeber interessant.

Einige Robo-Advisor sind nach §34f Gewerbeordnung zugelassen<sup>236</sup> und einige haben sogar eine aufwändigere KWG 32 Zulassung. Andere agieren unter einem sogenannten Haftungsdach. Nur wenige Robo-Advisors sind unreguliert und agieren als Musterportfolioanbieter.

Wenn Tipgeber zugelassenen Robo-Advisors Kunden zuführen, können sie von diesen kompensiert werden. Allerdings sind fast alle in Deutschland aktivem Robo-Advisors als B-C Modell aufgesetzt. Das heißt, sie liefern Services vom Robo-Advisor, dem „B“ wie Business, direkt an den Endkunden, also den Customer wie „C“. Und das bedeutet typischerweise, dass in ihren Gebührenmodellen keine Kompensation für fremde Berater oder Tipgeber vorgesehen ist.

Das ist bei einem B-B Modell wie dem von Diversifikator anders. Wenn der Anleger von einem regulierten Berater beraten wird, erfolgt die Bezahlung der Services von Diversifikator in der Regel über den Berater, der von der empfohlenen Gebühr von 1% p.a. typischerweise 0,75% p.a. für die Beratungsleistung behält und 0,25% p.a. an Diversifikator weiterleitet. Wenn der Berater einen Tipgeber entlohnt, reduziert sich seine Gebühr entsprechend. Sie ist aber wahrscheinlich immer noch höher als die Provision, die ein B-C Robo-Advisor zahlen will.

Der Tipgeber kann den Tipp zur Nutzung von Diversifikator theoretisch auch direkt an den Endkunden geben. Der Anleger möchte aber kaum sowohl an den Robo-Advisor als auch zusätzlich an den Berater und an den Tipgeber zahlen. Diesem „Dilemma“ begegnet Diversifikator, indem Anleger, die Tipgeber bezahlen, die Kompensation für den Tipgeber von der Vergütung an Diversifikator abziehen dürfen. Wenn der Kunde über einen Tipgeber zu Diversifikator kommt und keinen Berater nutzt, kann er selbst entscheiden, ob er von dem

---

<sup>236</sup> eine Zulassung eines „Robo-Advisors“ nach GewO § 34h ist bis Ende April 2016 nicht bei der BaFin eingetragen

fälligen einen Prozent Gebühr nur 0,25% p.a. oder mehr an Diversifikator zahlt, er kann also bis zu 0,75% p.a. an den Tipggeber zahlen. Eine zusätzliche Dokumentation für Diversifikator ist dafür nicht erforderlich, denn Diversifikator arbeitet mit einem vertrauensbasierten Small-Data Ansatz. Dafür erhält der Anleger aber keine Beratung und auch keine Vermittlung, denn unregulierte Tipggeber dürfen nicht beraten bzw. vermitteln. Diversifikator empfiehlt daher, Berater zu nutzen, die natürlich auch adäquat kommentiert werden müssen.

Es stellt sich aber die Frage, ob Tipggeber diese Kompensation vom Endkunden annehmen dürfen oder ob sie damit aufsichtsrechtlich Probleme bekommen können. Solange der Tipggeber keine unerlaubte Beratung bzw. Vermittlung durchführt, sollte nichts dagegen sprechen. Ob das zutrifft, ist vom Tipggeber selbst zu prüfen. Was als Beratung bzw. Vermittlung gilt und was nicht, hat die BAFin ziemlich eindeutig bestimmt<sup>237</sup>. Tipggeber, die sich dafür entschieden haben, „nur“ Tipggeber zu sein und keine regulierten bzw. zugelassenen Berater bzw. Vermögensverwalter, sollten sich mit diesen Vorschriften gut auskennen.

## ROBO-ADVISOR UNTERSTÜTZUNG FÜR DIE BETRIEBLICHE ALTERSVORSORGE (BAV) (4-2016)

Robo-Advisors unterstützen Anleger bei der privaten Kapitalanlage und damit auch bei der privaten Altersvorsorge. In Deutschland gibt es mit Fairr schon einen Anbieter, der die staatlich geförderten privaten Altersvorsorgeprodukte „Riester“- und „Rürup“ online anbietet. Über die betriebliche Altersvorsorge (bAV), also den dritten Weg neben der gesetzlichen und der privaten, habe ich bisher in Deutschland – außer bei Fairr – noch nichts in Zusammenhang mit Robo-Advisors gelesen. In den USA ist das jedoch ein großes Thema.

Das kann man feststellen, wenn man nach den Stichworten 401k, das eine verbreitete Form der betrieblichen Altersvorsorge in den USA, und Robo sucht<sup>238</sup>. Betterment, einer der bekanntesten Robo-Pioniere in den USA, ist bereits seit einiger Zeit in diesem Marktsegment aktiv. Kann das auch in Deutschland funktionieren?

Einiges spricht dafür. Betriebliche Altersvorsorge kann dann besonders effizient angeboten werden, wenn möglichst viele Mitarbeiter an möglichst einfach standardisierten Programmen teilnehmen. Eines der Hauptprobleme der betrieblichen Altersversorgung ist die Überzeugung von Mitarbeitern, sich an der bAV zu beteiligen, für die sie auf einen Gehaltsanteil verzichten müssen. Von Experten wird daher gerne das Opt-Out Modell empfohlen, um die Verbreitung der betrieblichen Altersvorsorge zu steigern. Opt-Out bedeutet, dass grundsätzlich jeder an der betrieblichen Altersvorsorge teilnimmt, der sich nicht explizit dagegen ausspricht. Damit wird erfahrungsgemäß ein viel höherer Anteil an Beschäftigten zur Teilnahme bewegt, als wenn nur die teilnehmen, die sich aktiv dafür entscheiden (Opt-In). Unabhängig vom Opt-In oder Opt-Out Ansatz kann man aber die betriebliche Altersvorsorge (bAV) mit der Hilfe von Robo-Advisors attraktiver machen.

---

<sup>237</sup> siehe z.B. Merkblätter der BAFin zu Anlageberatung, Anlagevermittlung und Abschlussvermittlung

<sup>238</sup> s. z.B. David Armstrong, Robos in Retirement, [www.wealthmanagement.com](http://www.wealthmanagement.com) vom 18.4.2016

Arbeitnehmer, die für die bAV überzeugt werden sollen, sollten nicht nur mit geldwerten Argumenten wie „der Betrieb unterstützt bAV finanziell“ geworben werden. Schließlich geht es darum, dass sie zunächst auf Lohn verzichten müssen, um hoffentlich in der Zukunft eine bessere Altersvorsorge zu haben. So muss insgesamt Folgendes geleistet werden:

- Der Mitarbeiter muss sich über die zusätzliche Vorsorgenotwendigkeit klar werden
- Der Mitarbeiter muss sich über ihr/sein Anlage- bzw. Vorsorgepotential klar werden, d.h. er muss klären, auf wie viel Gehalt er unproblematisch verzichten kann
- Der Mitarbeiter muss sich eine adäquate Vorsorge- bzw. Anlagemöglichkeit aussuchen
- Die Anlage muss effizient implementiert werden, um nicht unter zu hohen Kosten zu leiden

All das machen Robo-Advisors schon heute für die privaten Kapitalanlagen und damit oft auch für die private Altersvorsorge (pAV). Arbeitnehmer können sich so grundsätzlich in Ruhe zu Hause auch am Wochenende über bAV Angebote informieren. Auch häufig auftretende Fragen können standardmäßig mit Hilfe von so genannten FAQ beantwortet werden.

Die Standard-Aufklärung über bAV kann also online erfolgen, auch über Förderungen der Arbeitgeber zum Beispiel mit „Förderrechner“-Tools. Was allerdings typischerweise online nicht geleistet werden kann, ist die Beantwortung individueller Fragen. Dazu muss eine zusätzliche persönliche Beratung angeboten werden. Diese kann durchaus per Chat oder Video-Chat z.B. über Skype erfolgen. Das ist besonders für Unternehmen mit mehreren Standorten wichtig, um möglichst viele Mitarbeiter effizient erreichen zu können. Die Beratung bzw. die Berater können sich in diesem Fall aber auf die wichtigsten individuellen Fragen konzentrieren und auch mit Co-Browsing die Robo-Tools gemeinsam erklären und nutzen, um die Mitarbeiter zu informieren.

Auch die typische bAV Black-Box sollte transparenter gemacht werden: Man kann online erklären, wieso man sich als Betrieb für welche Produktpartner, also Versicherungen, Fondsanbieter bzw. Asset-Manager etc. entschieden hat und – bei größeren Betrieben – effizient auch mehrere bAV-Auswahlmöglichkeiten zur Verfügung stellen. Man kann erklären, wie man zu Asset Allokationen kommt. Man kann einfach Transparenz über die Zusammensetzung der Anlageportfolios herstellen und auch die Kosten auf allen Stufen und vor allem kann man Rechen-Tools anbieten, mit denen Arbeitnehmer ihre individuellen Situationen und Auswahlmöglichkeiten simulieren können<sup>239</sup>.

Auch für die betriebliche Altersvorsorge bietet sich daher der Einsatz von Robo-Advisors in Kombination mit persönlicher Beratung an.

## AUCH FIRMENKUNDEN KÖNNEN ROBO-ADVISORS NUTZEN (5-2016)

Fintechs bzw. Robo-Advisors können auch für Firmenkunden interessant sein. Firmenkunden bzw. die Manager von Firmenliquidität wollen zwar persönlich beraten werden und brauchen

---

<sup>239</sup> z.B. nach dem Vorbild der Tools auf [www.dia-vorsorge.de](http://www.dia-vorsorge.de)

auch keine voll automatisierte Anlage. Aber Fintechs können z.B. bei der Identifikation der attraktivsten Cashanlage helfen.

Einige wichtige Elemente von Privatkunden-orientierten Robo-Advisors werden jedoch kaum gebraucht: Die Finanzplanung macht das Unternehmen sicher selbst und auch die Einschätzung der eigenen Risikotragfähigkeit muss selbst erfolgen. Aber bei den angebotenen Portfolios können Robo-Plattformen ihre volle Stärke auch für Firmenkunden ausspielen: Sie bieten meist besonders breit gestreute und kostengünstige Portfolios an, die im besten Falle auch sehr transparent in Bezug auf die Asset-Allokation und die ETF Selektion sind. Besonders kleine Unternehmen haben offline nicht immer einfachen Zugang zu so attraktiven Konzepten.

Bei einem Anbieter wie Scalable ist attraktiv, dass ein ausgefeiltes Kapitalanlage-Risikomanagement angeboten wird, welches moderner sein dürfte als das bestehende Risikomanagement vieler Firmen. Und Diversifikator bietet zum Beispiel ein ETF-basiertes breit gestreutes Responsible Investment (ESG) Portfolio an, welches zudem relativ geringe Abhängigkeiten von traditionellen Investmentfaktoren aufweist. Und Unternehmen stehen bei diesem Thema immer stärker in der Verantwortung. So würde es sich in Governance-Berichten sicher gut machen, wenn ein Unternehmen von sich behaupten könnte, seine Kapitalanlagen würden ganz oder überwiegend „verantwortungsvoll“ erfolgen.

## ROBO-ADVISORS SIND AUCH FÜR STIFTUNGEN INTERESSANT (4-2016)

In Deutschland gibt es über zwanzigtausend Stiftungen. Die meisten von ihnen sind sehr klein. Nur sehr wenige verfügen über eigene Kapitalanlagespezialisten. Stiftungen ohne eigene Anlagespezialisten werden oft von stiftungserfahrenen Beratern in- oder auch außerhalb von Banken beraten. Stiftungen haben meist mehrere externe und interne Kapitalanlagevorschriften zu berücksichtigen. Diese besagen vor allem, dass Stiftungsgelder risikoarm und liquide angelegt werden sollen. Regelmäßige Ausschüttungen der Kapitalanlagen sind meist nicht unbedingt nötig, werden aber oft gewünscht. Stiftungen wünschen sich außerdem eine hohe Transparenz über ihre Kapitalanlagen. Zunehmend werden auch verantwortungsvolle bzw. ESG-Anlagen (ESG steht für Environment, Social, Governance) gewünscht.

Seit einigen Jahren gibt es sogenannte Stiftungsfonds, welche die Anlagevorschriften von Stiftungen erfüllen und insgesamt den Anlagewünschen von Stiftungen entsprechen sollen. Die meisten sind Mischfonds der SRRI bzw. KIID (Key Investor Information Document) Risikokategorie 3. Das heißt, diese Fonds haben in den vorangegangenen 5 Kalenderjahren eine relativ geringe Schwankungsanfälligkeit gezeigt. Die Rendite der Stiftungsfonds war aber in der den vergangenen Jahren oft nicht besonders attraktiv. Einer der Gründe dafür könnten die relativ hohen Kosten vieler Angebote sein. Von manchen Beratern (z.B. Portfolio Consulting<sup>240</sup>) wird außerdem bemängelt, dass Stiftungen bei den Fonds nicht unter sich bleiben sondern auch Privatanleger Zugang zu den Stiftungsfonds haben. Das könne für unerwünschte Ab- und Zuflüsse bei den Fonds sorgen.

---

<sup>240</sup> Und Quelle zu in diesem Abschnitt genannten Zahlen ist generell: Thomas Schemken, PC Portfolio Consulting GmbH: Stiftungsfonds 2015, Allheilmittel für Stiftungen? Mai 2015



Ein Kritikpunkt an den Stiftungsfonds fehlt in der Analyse von Portfolio Consulting: Die meisten Stiftungsfonds verlassen sich auf (kurzlaufende) Anleihen als sogenannte risikofreie Anlage. Viele Anleihen sind aber trotz oft formal guter Ratings nicht risikofrei, wie man z.B. an der Eurokrise sehen kann. Mit den von zahlreichen Experten erwarteten steigenden Zinsen können Anleihen zudem nennenswerte Verluste aufweisen. Außerdem bringen kurzlaufende Anleihen seit einiger Zeit negative Zinsen mit sich, was sich auch auf die Stiftungsfonds negativ auswirkt.

Und was haben Robo-Advisor damit zu tun, die ja in ihrer Reinform automatisierte Geldanlagen für Kleinanleger anbieten?

Mir fallen kaum Argumente ein, warum Stiftungen, die sich für Stiftungsfonds interessieren, keine Robo-Advisors nutzen sollten. Ein Grund könnte der mangelnde Track-Record vieler Robo-Advisors sein. Aber ein vergangener Track Record ist nicht notwendigerweise ein guter Indikator für einen künftigen Track Record. Bei Diversifikator kommt hinzu, dass sogar die Asset Allokation passiv ist und damit der Track Record eine viel geringere Rolle spielt als bei aktiv gemanagten Fonds.

Mir fallen aber viele Argumente ein, warum Stiftungen sich Robo-Advisor Angebote ansehen sollten:

Das wird am Beispiel der von Diversifikator angebotenen Portfolios erläutert:

1. Robo-Advisors bieten meist sehr liquide diversifizierte Mischfonds auf Basis mehrerer ETFs an, auch in den von Stiftungen gewünschten SRRI Risikoklassen 3 und 4. Sogenannte Stiftungsfonds enthalten überwiegend Anleihen und einen relativ geringen Anteil an Aktien von Großunternehmen aus entwickelten Ländern. Das ist bei den meisten Robo-Advisors ähnlich. Diversifikator sieht Anleihen nicht als risikofreie Anlage an, sondern dafür wird „Cash“ genutzt. Diversifikator Portfolios sind zudem meist besonders breit diversifiziert und enthalten z.B. auch Immobilien-, Infrastruktur- und Private Equity-Aktien. Damit können auch kleine Stiftungen Zugang zu ansonsten illiquiden Anlagesegmenten bekommen.
2. Die von Robo-Advisors angebotenen Portfolios sind meist sehr kostengünstig im Vergleich zu Stiftungsfonds. Für Diversifikator-Portfolios werden inklusive Beratung 1% pro Jahr plus ETF-Kosten auf den Renditeteil des Portfolios verlangt, der bei Stiftungen oft nur 30-50% betragen wird <sup>241</sup>, also 0,3 bis 0,5% p.a.. Für Stiftungen mit eigenen Kapitalanlageexperten, die keine externe Beratung nutzen, reduziert sich die Gebühr auf 0,25% p.a. auf den Renditeteil zuzüglich der ETF-Kosten.
3. Die von Robo-Advisors angebotenen Portfolios sind meist ziemlich transparent. So legt Diversifikator sämtliche Regeln zur Allokation und ETF-Selektion und jederzeit auch alle Portfolios offen.
4. Robo-Advisors bieten zudem mehr oder weniger ausgefeilte Tools zur Risikoeinschätzung von Anlegern an, die auch von Stiftungen genutzt werden können. So verweist Diversifikator auf das wissenschaftlich basierte Tool auf [www.behavioral-finance.com](http://www.behavioral-finance.com).

---

<sup>241</sup> Der andere Teil der Anlage erfolgt in Cash bzw. Liquidität ohne Gebühren für Diversifikator

Resultat des Tools sind empfohlene SRRI Risikoklassen, nach denen auch Stiftungen Portfolios auswählen können.

5. Robo-Advisors nutzen meist ETFs, die Indizes direkt nachbilden und bei denen Zu- und Abflüsse von (Klein-)Anlegern in der Regel keinerlei negativen Auswirkungen für Stiftungen haben, allerdings können sich Großanlegeraktivitäten kurzfristig negativ auswirken.

Zumindest Diversifikator bietet schon seit Gründung ESG (Environment, Social und Governance-) Portfolios auf ETF-Basis an. Solche diversifizierten ESG-Lösungen sind meines Wissens bisher einmalig. Sogar das islamische Portfolio von Diversifikator kann für Stiftungen interessant sein, denn es enthält keine Finanzdienstleister und nur niedrig verschuldete Unternehmen. Selbst für größere Stiftungen gibt es mit dem Alternatives-ETF Portfolio eine neuartigen liquiden, diversifizierten und kostengünstigen Zugang zu Immobilien, Infrastruktur, und Private Equity.

Eine Kapitalanlage über einen Robo-Advisor kann auch unter Governance Aspekten für Stiftungen interessant sein, vor allem, wenn es von einem (externen) Stiftungsexperten überwacht und gegebenenfalls gesteuert wird.

## ROBO-ADVISORS SIND AUCH FÜR FAMILY OFFICES ATTRAKTIV (4-2016)

Gegensätzlicher kann es kaum sein: Vereinfacht beschrieben bieten Family Offices persönliche und komplexe Services und Kapitalanlagen für Reiche und Robo-Advisors bieten online standardisierte Portfolios für Kleinanleger an. Das sieht nicht so aus, als wäre eine Zusammenarbeit interessant. Wenn man das Thema detaillierter analysiert, ändert sich das Bild jedoch.

Sogenannte Family Offices verwalten Familienvermögen. Professionelle Vermögensverwaltungen mit mehreren Angestellten lohnen sich erst ab mehreren hundert Million Euro Anlagevermögen. Aber auch Familien mit geringeren Vermögen lassen sich gerne von Profis beraten, die ihre speziellen Probleme kennen und lösen können.

Viele Familienvermögen werden in und mit Unternehmen erwirtschaftet. Unternehmerische Fragen aber auch Erbschafts- und Steuerthemen und Stiftungsthemen bzw. Schenkungen müssen daher adäquat berücksichtigt werden. Außerdem investieren Family Offices oft in komplexe Segmente wie Unternehmensbeteiligungen, Immobilien oder auch Hedge Fonds. Family Offices brauchen also hochqualifizierte Mitarbeiter, und die sind nicht billig. Daher haben selbst Family Offices großer Familien oft nicht sehr viele Mitarbeiter.

Banken und andere Anbieter bieten Family Office Services für mehrere Familienvermögen in Form von sogenannten Multi-Family Offices an. Auch Multi-Family Offices renommierter Anbieter sind allerdings nicht immer konfliktfrei, wie vergangene Diskussionen um Sal. Oppenheim zeigen.

Es gibt durchaus gute Gründe für Family Offices, Robo-Advisors zu nutzen. Auch Family Offices sind an günstigen Geldanlagen interessiert. In der Vergangenheit wurden dafür oft

Spezialfonds für Familien aufgelegt. Selbst als sogenannte Umbrella-Konstruktionen mit separaten Teilvermögen für unterschiedliche Familienangehörige oder Investmentvorhaben haben diese Fonds einige Nachteile: Hoher Gründungsaufwand, relativ hohe laufende Kosten und vor allem hohe Mindestanlagen für Familienmitglieder, die anders als der Rest der Familie anlegen wollen. Viele der vermögenden Familien bestehen aus zahlreichen Mitgliedern mehrerer Generationen mit eigenen Vermögen außerhalb der Family Office Verwaltung und mit eigenen Zielen. Daher sind oft sehr flexible Geldanlagemöglichkeiten gefordert.

Die Performances der Kapitalanlagen von Family Offices sind für Externe nicht transparent. Es ist aber anzunehmen, dass sie auch nicht besser abschneiden als gute aktive Fondsmanager. Und selbst gute aktive Fondsmanager schlagen ihre Benchmarks dauerhaft nur sehr selten. Auch der Versuch, die besten fremden externen Geldmanager zu finden, ist aufwändig und schwierig. Vielleicht sollten sich Family Officer also auf illiquide Anlagen fokussieren und liquide Anlagen über Indexfonds umsetzen<sup>242</sup>. Oder sollten sich Family Officer sogar ganz auf Erbschafts-, Steuer- und philanthropische Themen fokussieren, bei denen sie wahrscheinlich mehr Wert für ihre Klienten schaffen können, als wenn sie sich selbst um die Geldanlage kümmern?

Für die liquiden Anlagen bieten sich individuelle Kombinationen von kostengünstigen ETFs zu eigenständigen Portfolios an. Allen – auch den jungen – Mitgliedern von oft geografisch weit verzweigten Familien gute persönliche Beratung zukommen zu lassen, ist gar nicht so einfach. Das wird insbesondere dann schwierig, wenn die Familienmitglieder Services außerhalb von üblichen Geschäftszeiten haben möchten oder wenn sie auch auf Reisen oder aus dem Urlaub, der nicht immer nur in Deutschland gemacht wird, Zugang zu ihren Anlagen haben wollen. Außerdem sind inzwischen Familienmitglieder aller Altersgruppen gewohnt, viel online machen zu können.

Kostengünstige Angebote mit permanentem Onlinezugriff sind aber genau die Stärke von Robo-Advisors. Was spricht also dagegen, wenn das Family Office Portfolios auch über Robo-Advisors einkauft bzw. seinen Familienmitgliedern anbietet? Als erstes muss sicherlich die Vertraulichkeit geklärt werden. Family Offices sind meist sehr öffentlichkeitsscheu und wollen die Privatsphäre ihrer Mitglieder bestmöglich schützen. Der ideale Robo-Advisor sollte also sicherstellen, dass die Daten der Anleger möglichst vertraulich behandelt werden.

Natürlich sollten die Robo-Portfolios auch attraktiv sein. Der typische Robo-Advisor bietet heute nur einige „Markowitz-optimierte“ Portfolios an, die meist nur wenige Anlagesegmente enthalten. Ausnahme ist z.B. das Bad Homburger Unternehmen Liquid, an dem das Multi-Family Office HQ Trust beteiligt ist. Liquid bietet auch Zugang zu alternativen Anlagen an.

Andere Robo-Produkte, die besonders interessant für Family Office Mitglieder sein könnten, sind „verantwortungsvolle“ Produkte. So bietet Diversifikator ESG ETF-Portfolios an, die es sonst bisher nicht in dieser Form gibt. Auch das „Alternatives“ Portfolio von Diversifikator mit Immobilien-, Infrastruktur, Forst-, sonstigen Rohstoff- und Private Equity Aktien aus der

---

<sup>242</sup> Zu einem speziellen Anlagekonzept mit illiquidem Core und liquiden Satellites siehe Söhnholz, D. (2012): Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6..

ganzen Welt könnte für „kleine“ Familienmitglieder attraktiv sein. In der nächsten Stufe sind dann möglicherweise individualisierte online ETF-Portfolios gefragt, die es in den USA schon gibt. Mit Robo-Advisors können Familienmitglieder so spielerisch und erzieherisch an Geldanlagen herangeführt werden.

Sind Robo-Advisors für Family Offices also doch kein Quatsch? Jedenfalls bin ich mit meiner Meinung nicht ganz alleine, wie eine Online-Suche mit den Stichworten „Robo“ und „Family Office“ ergibt.

## ANLAGEBERATER, ROBO ADVISORS ODER MODELLPORTFOLIOS: WER WIRD GEWINNEN? (5-2018)

Meine Idealvorstellung für die Kapitalanlage: Kombination der besten Finanzplaner mit den besten Modellportfolios, den besten Unterstützungstools und den besten Depotbanken. Dabei spielen Depotbanken eine entscheidende Rolle.

### **Die besten Finanzplaner bzw. Anlageberater**

Die besten Finanzplaner bzw. Anlageberater müssen sehr gut auf ihre Kunden eingehen. Unterschiedliche Kunden haben unterschiedliche Ansprüche und Ziele: Für relativ junge Anleger mit gutem Einkommen steht das Erreichen von Zielen wie der eigenen Wohnung, schöne Reisen, der Finanzierung attraktiver Freizeitaktivitäten und später die Kindererziehung und -ausbildung im Vordergrund. Dafür müssen auch Großrisiken wie Berufs-/Arbeitsunfähigkeit abgesichert werden. Für etwas Ältere sind eine ausreichendes Einkommen bis zum Tod, die Erbschaftsstrukturierung und die Absicherung gegen Großrisiken wie teure Krankheiten wichtiger.

Schwerpunkt ist eine individuelle Finanzplanung. Dafür müssen die besten Anlageberater über gutes Versicherungs- und Steuer-Knowhow verfügen. Man kann nicht erwarten, dass sie gleichzeitig auch die besten Portfoliomanager sind. Aber sie müssen ihren Kunden helfen, die besten Modellportfolios, Unterstützungstools und Depotbanken zu finden.

### **Die besten Modellportfolios**

Der beste Anlageberater sollte für Kunden die jeweils besten Portfolios auswählen. Die Finanztheorie sagt, dass man allen Kunden ein optimales Portfolios aus nur zwei Bestandteilen bilden kann: Einem risikolosen Teil zur Absicherung und einem riskanten Anteil zur Renditegenerierung. Konservative Anleger erhalten dabei höhere Anteile an risikolosen Anlagen (zu dateninput- und modellabhängigen Fehlern von typischen Markowitz-Optimieren siehe z.B. „Pseudo Optimierer“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Da risikolose Anlagen aber normalerweise nicht einmal die Inflation kompensieren, brauchen auch sehr konservative Anleger einige riskante Anlagen im Portfolio. Wenn man - so wie ich - kein sehr guter Prognostiker ist und auch keinen kennt, von dem man gute Prognosen einkaufen kann (Hinweis: Ich kenne niemanden von dem ich erwarte, dass er das künftig besonders gut

kann, siehe „Dürfen Profis prognosefrei investieren?“<sup>243</sup>), kann man ein prognosefreies diversifiziertes Portfolios auswählen.

Die passivste Allokation ist eine, die die Anlagen aller Anleger weltweit nachbildet (sogenanntes Weltmarktportfolio, siehe „warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt“<sup>244</sup>).

Alternativ könnte man naiv jeweils gleichverteilt anlegen. Dazu ist aber entscheidend, wie viele Anlageklassen man definiert und wie man diese umsetzt. 1/4 jeweils in Aktien, Anleihen, Immobilien und Rohstoffe resultiert im Zweifel in einer Übergewichtung von Rohstoffen und Immobilien und einer Untergewichtung von Aktien und Anleihen gegenüber dem Weltmarktportfolio.

Berater bzw. Anleger die meinen bzw. prognostizieren, dass eines oder mehrere dieser Anlagesegmente aktuell überbewertet sind, können die entsprechenden Anlagesegmente, zum Beispiel Anleihen, reduzieren oder weglassen, müssen dafür aber andere Segmente aufstocken.

### **Die besten Anlageinstrumente**

Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass neben der Diversifikation auch niedrige Kosten sehr wichtig sind, um gute Anlageergebnisse zu erreichen. Gute Anlageberater empfehlen daher die Umsetzung der Portfolios mit möglichst kostengünstigen Instrumenten, typischerweise passiven diversifizierten Investmentfonds (ETFs).

Anleger, die besonderen Wert auf Nachhaltigkeit legen, können das Weltmarktportfolio mit ESG (Environment, Social, Governance) ETFs nachbilden.

Für besonders kritische Anleger, denen die oft relativ geringen ESG-Kriterien der ETF-Anbieter nicht zusagen, können eigene ESG-Portfolios gebildet werden. Besonders bei zunehmendem Einkommen bzw. Vermögen wird für Anleger oft wichtiger, was/wen sie mir ihrem Geld unterstützen. Sie möchten vielleicht besonders klimaschädliche Energieproduzenten etc. ausschließen. Deshalb werden künftig ESG Portfolios wichtiger, aus denen Anleger bzw. Berater individuelle Wertpapiere ausschließen können.

Solche Portfolios können durchaus passiv bzw. mit einfachen Regeln und kostengünstig umgesetzt werden. So hat sich vielfach eine Gleichgewichtung (s. „faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation“<sup>245</sup>) mit einmaliger Rebalanzierung (s. „Rebalanzierungen“ im „Detailmenu“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) pro Jahr bewährt. Und Anleger mit relativ kurzfristigem Anlagehorizont bzw. geringer Verlusttoleranz können hohe Anteile von Geldmarktanlagen beimischen und/oder einfache und bewährte Risikosteuerungssystem wie

---

<sup>243</sup> <http://prof-soehnholz.com/prognosefrei-investment-fonds-philosophie-profi-fondsmanager/>

<sup>244</sup> <http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>

<sup>245</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

die 200-Tage-Trendfolge nutzen (s. „einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren“<sup>246</sup>).

Das "Problem" ist, dass bisher keines der hier genannten Portfolios als Investmentfonds verfügbar ist. Daher ist eine Kombination der besten Berater mit den besten Modellportfolios sinnvoll. Während Investmentfonds aber typischerweise sehr effizient umgesetzt werden können und manchmal auch gutes Reporting liefern und daher die Wahl der Depotbank vor allem nach ihren Kosten erfolgen kann, ist das bei Modellportfolios nicht unbedingt so.

### Die beste Depotbank

Eine effiziente Umsetzung ist vor allem bei relativ niedrigen Anlagesummen wichtig. So fallen bei einer Anlagesumme von 50.000 Euro selbst bei nur einmaligem Austausch von Portfoliobestandteilen pro Jahr und Kosten von nur 5 Euro pro Kauf oder Verkauf bei z.B. 25 Positionen im Depot 0,5% p.a. an Kosten an. Man kann Anlegergelder aber poolen, um die Kosten für Anleger zu senken. Ein solches Pooling kann nicht nur über Investmentfonds sondern auch durch sogenannte Robo Advisors oder standardisierte Vermögensverwaltungen erfolgen. Gute Depotbanken (hier immer verstanden als Kombination von Broker und Depotbank) werden daher künftig zusätzlich zu möglichst vielen günstigen Investmentfonds (ETFs) auch Robo Advisors bzw. standardisierte Vermögensverwaltungen auf Basis ausgewählter Aktien anbieten (siehe „auch mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen“<sup>247</sup> und „modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt“<sup>248</sup>).

Die besten Depotbanken bieten zudem effiziente Neukunden-Aufnahmeprozesse („Onboarding“), regelmäßige "Reviewprozesse" (die mit MiFID II teilweise Pflicht werden), Rebalanzierungsservices und ein sehr gutes Standardreporting und zusätzliche Analysetools an (siehe z.B. „robo-tools-was-beim-kauf-zu-beachten-ist“<sup>249</sup>). Um kosteneffiziente Umsetzungen von Depots zu ermöglichen, müssen zudem Bruchstücke von Wertpapieren umsetzbar sein. Anders als es heute oft der Fall ist, sollten die benutzten Tools aber möglichst wenig von den eingegebenen Daten und Modellen bzw. Optimierern abhängen (also keine "Pseudo-Optimierer" sein).

Heute sind Depotbanken meist entweder auf Selbstentscheider oder auf Anlageberater bzw. Vermögensverwalter spezialisiert. Die Begründung sind unterschiedliche Anforderungen und dass man den Beratern/Verwaltern keine Konkurrenz machen möchte.

Künftig sollten Anleger und ihre Berater aber über dieselben Informationen und grundsätzlich auch dieselben Tools verfügen können. Es wird Anleger geben, die teilweise mit Berater und teilweise alleine entscheiden werden. Spätestens wenn Berater für ihre Beratung separat vom Anleger und nicht mehr über Provisionen von Produktanbietern entlohnt werden, wobei diese Bezahlung technisch über die Depotbank abgewickelt werden kann, ist die Trennung in Berater- und Direktanleger-Depotbanken wohl nicht mehr nötig. Denn dann entfällt ein Service, der

---

<sup>246</sup> <http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/>

<sup>247</sup> <http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/>

<sup>248</sup> <http://prof-soehnholz.com/modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt/>

<sup>249</sup> <http://prof-soehnholz.com/robo-tools-was-beim-kauf-zu-beachten-ist/>

heute für Depotbanken noch wichtig ist: Die Provisionsvereinnahmung von Produktanbietern und die Weiterleitung an Berater, Vermittler und Verwalter. Ein Teil der Provisionen bleibt typischerweise bei der Depotbank. Es ist daher verständlich, dass Depotbanken an provisionsstarken Fonds interessiert sind und nicht alle ETFs oder Modellportfolios aus ETFs oder Einzelaktien mögen.

### **Die beste Kombination**

Die Regulierung hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Aus Regulierungssicht steht oft der Anlegerschutz im Vordergrund. Regulierung ist aber mit Kosten verbunden, die letztendlich wieder vom Anleger getragen werden. Zu viel Regulierung schadet Anlegern daher vielleicht sogar.

Für den einzelnen Anleger kann es von Vorteil sein, wenn er insgesamt möglichst geringe Regulierungskosten tragen muss. Das kann dazu führen, dass er nur einen voll regulierten Anbieter wählt, der Anlageberatung, Portfoliostrategie und Umsetzung bzw. Depotbank aus einer Hand anbietet. Es ist aber sehr unwahrscheinlich, dass dieser Anbieter bei allen Services zu den besten gehört.

Die tendenziell höchsten Regulierungskosten hat ein Anleger in dem theoretischen Fall zu tragen, in dem er einen regulierten individuellen Vermögensverwalter nutzt, der unabhängig regulierte Investmentfonds einsetzt, die mit Hilfe eines unabhängig regulierten Robo-Advisors bei einer unabhängig regulierten Depotbank umgesetzt werden.

Alternativ kann der Anbieter einen Anlageberater bzw. einen (t.w. weniger regulierten) Finanzplaner nutzen, der neben der Finanzplanung nur Vermögensverwaltungen vermittelt (diese Vermittlung ist regulierungsfrei) anstatt sie selbst umzusetzen. Der Berater bzw. Finanzplaner kann gute und günstige Multi-Asset Fonds (die sind aber selten), gute Robo-Advisors oder standardisierte Vermögensverwaltungen mit günstigen Modellportfolios von guten Portfoliostrategen für seine Kunden suchen. Außerdem kann der Berater/Finanzplaner eine gute Depotbank suchen.

Die beste Kombination kann aus Anlegersicht eine von unabhängigen Finanzplanern mit günstigen Modellportfolios sein, die standardisiert von exzellenten Depotbanken umgesetzt werden. Unabhängige und eigenständig regulierte Robo-Advisors sind in diesem Szenario nicht unbedingt nötig, da die Robo-Services von der Depotbank angeboten werden können.

In diesem Szenario zahlt der Anleger nur die Regulierungskosten der Finanzplaner und der Depotbanken. Depotbanken sind meist sowieso auf Massengeschäft ausgelegt und haben daher relativ niedrige Regulierungskosten pro Anleger.

Allerdings kann es für Anleger aus Haftungsgründen attraktiv sein, entweder mit regulierten Finanzberatern/Vermögensverwaltern oder regulierten Robo-Advisors (siehe „robo-advisors-lieber-mehr-transparenz-als-mehr-regulierung“<sup>250</sup>) zusammen zu arbeiten. Im Falle von

---

<sup>250</sup> <http://prof-soehnholz.com/robo-advisors-lieber-mehr-transparenz-als-mehr-regulierung/>

nachgewiesener Fehlberatung, die allerdings oft schwer beweisbar ist, sind diese in der Haftung.

Bei einer Kombination eines Finanzplaners mit einer Depotbank, selbst wenn die Depotbank standardisierte Modellportfolios anbieten, ist der Anleger dagegen meist ein "Selbstberater", da Depotbanken zwar Robo-Tools anbieten (werden), aber die Beratungshaftung nicht übernehmen möchten.

### **Alternative Optionen**

Finanzplaner können sich auch regulieren lassen und auch selbst Vermögensverwaltungsservices über automatisch angebundene Depotbanken anbieten. Das hat den Vorteil für den Kunden, nur einmal ein sogenanntes Onboarding mit Geeignetheitsprüfung machen zu müssen und nicht noch einmal bei der Depotbank. Der Nachteil neben den zusätzlichen Regulierungskosten ist, dass die Empfehlungen des Finanzberaters dadurch beschränkt sein können, was er selbst verwalten kann/will und mit welcher Depotbank er Umsetzungsverträge hat. Dabei wird nicht unbedingt immer das beste Modellportfolio oder die beste Depotbank für den Kunden herauskommen.

Und wenn ein Kunde mehr als einen Berater hat, resultiert dieses Modell oft in mehr als einer Depotbankverbindung. Allerdings kann auch der Kunde aus anderen Gründen mehr als eine Depotbank nutzen. Durch eine grundsätzlich mögliche sogenannte Depot(informations)aggregation kann dieser Nachteil aber reduziert werden. Dabei hängt die Qualität der aggregierten Informationen von der „schlechtesten“ Depotbank ab.

ETF-Anbieter werden für Anleger, die keine so speziellen Wünsche wie harte ESG-Ausschlüsse haben, selbst Modellportfolios, Robo Advisors und vielleicht, wie Vanguard und Charles Schwab in den USA, auch persönliche Anlageberatung oder sogar Depotservices anbieten. Damit werden sie für aktive Portfoliomanager zu einer noch stärkeren Bedrohung, als sie es heute schon sind.

In den USA gibt es außerdem Projekte, die Anlegern online die Auswahl von Beratern und sowohl Anlegern als auch Beratern eine sehr breite Auswahl von Modellportfolios, Tools und sogar Depotbanken ermöglichen wollen. Ich bin aber skeptisch, ob so komplexe „Plattform-Plattformen“ effizient funktionieren werden.

Gute Finanzplaner in Kombination mit guten Modellportfolios, guten Tools und guten Depotbanken können also eine sehr gute Lösung für Anleger sein und müssen insgesamt nicht teuer sein. So können Modellportfolios mit Einzelwertpapieren zu Konditionen angeboten werden, wie sie heute für ETFs verlangt werden.

Gute Finanzprognosen traue ich mir nicht zu, andere Prognosen schon eher: Für klassische aktive Portfoliomanager, reine Fondsvermittler, Vermittlerpools sowie Stand-Alone Robo-Advisors habe ich keine besonders hohen Wachstumserwartungen. Finanzplanern, Vermittlern von standardisierten Vermögensverwaltungen, ETF-Anbietern und Depotbanken sowie Haftungsdächern traue ich jedoch ein sehr gutes Wachstum zu. Damit werde ich aber möglicherweise falsch liegen, wenn man aktuellen Erwartungen für die



Assetmanagementbranche glaubt (s. Studie<sup>251</sup>). Wahrscheinlich muss es aber erst ein Provisionsverbot wie in Großbritannien und den Niederlanden geben, bevor die von mir erwartete Entwicklung eintritt (siehe „harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu“<sup>252</sup>).

## AKTIV-TRADITIONELL-OFFLINE ÄNDERT SICH IN PASSIV-ESG-ONLINE KAPITALANLAGEN (4-2018)

Anlageberatung wird sich künftig erheblich ändern müssen: Die ersten Auswirkungen von MiFID II werden deutlich. Unter anderem werden die Mindestanlagesummen für individuelle Beratungen und Vermögensverwaltungen angehoben. Für kleinere Anlagebeträge gibt es vermehrt standardisierte Online-Angebote (Robo Advisors). Diese arbeiten überwiegend mit relativ günstigen "passiven" ETFs.

Experten reden außerdem schon über eine Aktualisierung von MiFID II mit Fokus auf verantwortungsvolle Kapitalanlagen (siehe hier<sup>253</sup>). Bisher werden erst wenige verantwortungsvolle (ESG Environment, Social, Governance) Kapitalanlagen angeboten (siehe VfU<sup>254</sup>). Die „grüne Welle“ aus dem Lebensmittel- und sonstigen Einzelhandel ist noch nicht auf die Geldanlage übergeschwappt.

Vielleicht kommt aber bald der erste traditionelle Anbieter mit einem überzeugenden günstigen (passiven) ESG-Online Angebot an den Markt. Die Voraussetzungen dafür sind da.

Man kann den Prozess der Geldanlageberatung in einzelne Schritte aufteilen. Die einzelnen Schritte lassen sich unterschiedlich gut standardisieren bzw. digitalisieren. Was mit überschaubarem Aufwand digitalisierbar ist, wird künftig auch digitalisiert werden.

Anbei folgen einige Thesen anhand der unterschiedlichen Schritte:

### **Finanzplanung kann ziemlich komplex werden**

Schon die umfassende Erfassung von aktuellen und künftig erwarteten Vermögenswerten und Verpflichtungen bereitet vielen Anlegern Schwierigkeiten. Viele Anleger wollen diese Daten aber auch gar nicht gegenüber Dritten offenlegen, zumal eine umfassende Transparenz auch sensible Themen wie Gesundheitsvorsorge, Familienplanung und Erbschaftspläne umfassen sollte. Vertrauenspersonen dürften dabei aber mehr Chancen für eine Offenlegung haben als

---

<sup>251</sup> <https://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/asset-manager-rechnen-mit-wachstum-doch-auch-mit-disruption.html>

<sup>252</sup> <http://prof-soehholz.com/harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu/>

<sup>253</sup> <http://prof-soehholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/>

<sup>254</sup>

[https://vf.u.de/acl\\_users/credentials\\_cookie\\_auth/require\\_login?came\\_from=https%3A//vf.u.de/veranstaltung/en/vergangene-veranstaltungen/webtalks/was-der-kunde-nicht-weiss-macht-ihn-nicht-heiss-vertrieb-nachhaltiger-kapitalanlagen-aus-privatkundensicht201d](https://vf.u.de/acl_users/credentials_cookie_auth/require_login?came_from=https%3A//vf.u.de/veranstaltung/en/vergangene-veranstaltungen/webtalks/was-der-kunde-nicht-weiss-macht-ihn-nicht-heiss-vertrieb-nachhaltiger-kapitalanlagen-aus-privatkundensicht201d)

„Online-Berater“. Vielleicht haben Online-Finanzplaner von Hausbanken aber eine Chance, die Daten zu erhalten.

„Einfache“ Anleger mit wenig Vermögen, wenigen aber dafür sehr konkreten Anlagezielen und wenigen Verpflichtungen sind relativ einfach zu planen. Goals-Based Planung kann aber auch zu schlechten Assen Allokationen führen (siehe hier<sup>255</sup>).

Fazit: Für eher unattraktive Kleinanleger meist einfach. Online Unterstützung ist hilfreich aber eine umfassende Finanzplanung ist für viele Anleger schlecht komplett automatisierbar.

## **Steuerplanung**

Während diese bei Kleinanlegern aufgrund des deutschen Steuerrechts schon nicht einfach ist, wird die Steuerberatung bei umfassenden und komplexen Vermögen und Verpflichtungen schnell sehr schwierig.

Fazit: Online-Unterstützung ist hilfreich aber schlecht vollständig automatisierbar.

## **Verteilung der Geldanlage auf verschiedene Anlagekassen (Asset Allokation)**

Grundsätzlich könnte die Asset Allokation relativ einfach sein. Die klassische Theorie besagt, dass Anleger - je nach Risikoneigung - eine Renditekomponente mit einer risikolosen Geldanlage mischen sollten. Allerdings ist unklar, wie genau eine Renditekomponente und wie eine risikolose Anlage beschaffen sein sollen und auch, wie man das Risiko von Anlegern korrekt misst. Meine Firma Diversifikator hat dafür eine einfach automatisierbare Lösung entwickelt, die ein most-passive Weltmarktportfolio, Cash und die Verlusttoleranz von Anlegern nutzt (siehe [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Fast alle anderen Anbieter am Markt messen die Verlusttoleranz von Anlegern aber mit Schwankungsmaßen (Volatilität), nutzen Prognosen unterschiedlichster Marktsegmente zur Bestimmung angeblich optimaler Renditeportfolios und mischen Anleihen als angeblich risikolose Komponente hinzu. Dieses Vorgehen kann man zwar auch automatisieren, allerdings ergeben sich abhängig von Dateninputs und Modellen sehr unterschiedliche „pseudo-optimale“ Assetallokationen für Anleger, die für Anleger und Berater kaum nachvollziehbar sind.

Fazit: Grundsätzlich einfach zu automatisieren aber offenbar schwer, gut (robust) zu automatisieren.

## **Managerselektion**

Üblicherweise wird davon ausgegangen, dass die Geldanlagen auch aktiv gemanagt werden müssen. Dafür müssen die besten Manager gefunden werden. Auch das kann automatisiert werden. Meist werden statt Managern aber Investmentfonds selektiert, womit illiquide Anlagen ausgeklammert werden. Als Selektionskriterium wird oft vor allem nach guter vergangener

---

<sup>255</sup> <http://prof-soehnholz.com/fuehrt-goal-based-investing-zu-niedrigeren-aktienanlagen-und-besseren-beratungsergebnissen/>

Rendite gesucht. Gute Manager der Vergangenheit sind aber nur selten auch in der Zukunft überdurchschnittlich gut.

Fazit: Grundsätzlich einfach zu automatisieren aber offenbar schwer, gut zu automatisieren.

### **Alternativ: ETF-Selektion**

Für liquide Anlageklassen stehen inzwischen viele kostengünstige regelgebundene (passive) Anlagestrategien in Form von ETFs (Exchange Traded Fonds) zur Verfügung. Die ETF-Selektion ist recht einfach zu automatisieren. Idealerweise müsste man ETFs nehmen, die die gewünschte Anlageklasse möglichst breit abdecken und die eine möglichst geringe negative Tracking Differenz zum genutzten Index aufweisen. In der Praxis werden ETFs aber vor allem nach niedrigen ausgewiesenen Kosten aber auch Alter und Größe bzw. Liquidität selektiert. Für Langfristanleger sind diese Kriterien aber kaum relevant.

Fazit: Grundsätzlich einfach gut zu automatisieren aber offenbar selten gut automatisiert.

### **Alternativ: Selektion sonstiger Investments/Wertpapiere**

Berater, die keine kapitalgewichteten Indizes mögen, weil in diesen die besten Performer der Vergangenheit bzw. bei Anleihen die größten Schuldner am höchsten gewichtet werden, finden bisher nur wenige kostengünstige Fonds (ETFs) mit anderen Gewichtungen. So wird selbst die einfachste Alternative, nämlich gleichgewichtete ETFs, nur für wenige Marktsegmente angeboten.

Nachhaltige Anlagen haben keine Nachteile gegenüber traditionellen Anlagen (siehe z.B. hier <sup>256</sup>). Spätestens mit der Umsetzung der geplanten EU Regulierung zur Förderung nachhaltiger Geldanlagen werden Angebote nachhaltiger Anlagen stärker nachgefragt werden. Bisher gibt es aber nur wenige nachhaltige ETFs. Und nachhaltig orientierte Anleger haben oft Kriterien, die nicht exakt denen von ETF-Anbietern entsprechen.

Wenn Berater alternative Gewichtungen oder ESG-Anlagen empfehlen wollen, müssen sie auf Einzeltitel oder aktive Fonds ausweichen. Bisher gibt es nur wenige Einzeltitelbasierte Onlineangebote (Robo-Advisors), aber das Angebot nimmt zu.

Fazit: Alternative Gewichtungen und konsequente ESG Anlagen sind grundsätzlich zwar automatisierbar, aber sie werden bisher noch nicht bzw. sehr selten günstig online angeboten.

### **Risikomanagement**

Langfristanleger brauchen normalerweise kein aktives Risikomanagement für ihre Portfolios. Risikomanagement kostet langfristig typischerweise einen Teil der Rendite. Falls Anleger aber

---

<sup>256</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>

trotzdem ein solches Risikomanagement haben wollen, wird es ihnen bisher oft in Form von relativ teurem "aktiven" Portfoliomanagement verkauft.

Die Beratung eines Anlegers im Hinblick auf die Auswirkungen unterschiedlicher Risikomanagementsysteme ist sehr aufwändig. Ein regelgebundenes kann im Gegensatz zu einem managerabhängigen Risikomanagement aber meist effizient automatisiert werden.

Fazit: Regelgebundenes Risikomanagement kostet Rendite, kann aber einfach automatisiert werden, sofern nicht unterschiedliche Systeme verglichen werden müssen.

### **Nachhaltigkeitsberatung**

Der Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums der EU sieht vor, dass Anleger künftig befragt werden sollen, ob sie nachhaltige Kapitalanlagen haben wollen. Man kann davon ausgehen, dass viele Anleger sich zu dem Thema beraten lassen wollen. Bisher findet eine solche Beratung nur bei Spezialanbietern statt. Grundsätzlich kann man eine Beratung zu nachhaltigen Kapitalanlagen relativ einfach automatisieren. Allerdings werden Anleger wohl sehr differenzierte Anlagewünsche entwickeln. Diese können heute von kaum einem Anbieter erfüllt werden.

Fazit: Eine (Teil-)Automatisierung ist möglich, wird aber bisher nicht angeboten.

### **Laufende Beratung**

Schon die jetzige (MiFID II) Regulierung verlangt bei jeder Portfolioänderung eine umfassende Beratung von Anlegern, es sei denn, der Anleger hat einen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen, der dem Verwalter weitgehende Vollmachten gibt.

Künftig werden Anleger von kleineren Anlagesummen daher weniger individuelle Beratung und mehr standardisierte (regelgebundene) Vermögensverwaltungen angeboten werden. Die Vermittlung von Vermögensverwaltungsverträgen ist regulierungsfrei. Man kann daher erwarten, dass einige heutige Berater künftig weniger beraten und dafür mehr Vermögensverwaltungen vermitteln werden.

Das kann, muss aber nicht unbedingt zu höheren Kosten oder zu schlechteren Anlageergebnissen für Anleger führen. Standardisierte Vermögensverwaltungen sind jedenfalls besser zu automatisieren als individuelle Beratungen. Aber persönliche Beratung wird weiter richtig sein, und sei es nur, um automatisierte Angebote zu begleiten. Dabei dürfte vor allem Behavioral Coaching wichtig sein, also die Bewahrung von Anlegern vor typischen Anlegerfehlern.

Fazit: Zurückgehende individuelle Beratung und zunehmende standardisierte Vermögensverwaltung führt zu besseren Automatisierungsmöglichkeiten.

### **Zusammenfassung**

Geld und finanzielle Sicherheit haben eine sehr hohe Bedeutung für Anleger. Bisher wurde Anlegern erklärt, dass Geldanlage sehr komplex ist. Die zunehmende Regulierung erhöht den Beratungsaufwand. Künftig werden sich Mindestanlagesummen, ab denen persönliche Beratung angeboten wird, daher weiter erhöhen.

Anbieter wollen ihre Kosten senken und Anleger wollen möglichst objektiv beraten werden. Beides ist oft nur mit Technikunterstützung möglich. Zusätzlich werden Anleger aber auch weiterhin persönliche Beratung verlangen, auch wenn es nur einzelne Elemente des Geldanlageprozesses betrifft, insbesondere die schwer zu automatisierbaren wie Finanzplanung und Steuerberatung und Behavioral Coaching.

Anleger, die nur relativ geringe Beträge anlegen wollen, werden ohne massive Technikunterstützung gar nicht mehr beraten werden können und sich vor allem auf Selbstberatung bzw. kostenlose bzw. kostengünstige (Online)Quellen verlassen müssen.

Insgesamt wird das zu mehr regelgebunden Investments führen. Es gibt einige sogenannte Robo-Advisors, die mehrere der o.g. Funktionen anbieten und das auch günstig tun. Bisher haben sie aber nur wenige Kunden. Voll-automatisierte Stand-alone Robo-Advisors werden es auch künftig schwer haben. Das gilt aber mittelfristig auch für Stand-alone Offline-Anbieter (siehe z.B. hier<sup>257</sup>).

Bisher wurden Anlegern von Geldanlageanbietern fast ausschließlich aktive (=teure) Anlagelösungen angeboten. Traditionelle Anbieter haben zudem kaum nachhaltige (ESG) Anlagelösungen oder -Beratungskompetenz. Traditionelle Anbieter können (und wollen) ihr Kerngeschäft aber kaum schnell von aktiv-traditionell-online auf passiv-ESG-online umstellen.

Aber es gibt einen Ausweg: Zusätzlich zu ihren aktiv-offline-traditionellen Angeboten können sie online passive ESG Lösungen anbieten. Wenn sie dazu auch Aufklärung/Beratung liefern, müssen das keine Discountangebote sein.

Ich bin gespannt, wann der erste Anbieter eine solche konsequente Lösung offerieren wird. Bisher ist mir kein solches Angebot bekannt.

## DEUTSCHE ROBO ADVISORS WERDEN SICH STARK VERÄNDERN (8-2018)

Hinweis: Dieser Beitrag ist in ähnlicher Form zuerst auf [www.roboadvisor-portal.com](http://www.roboadvisor-portal.com) erschienen.

Selbst in den USA haben bisher nur sehr wenige unabhängige Robo Advisors in nennenswertem Umfang Anlagegelder akquiriert. Und auch die großen Robo Advisors wie Betterment und Wealthfront sind wohl noch lange nicht profitabel. Etliche Robo Advisors sind auch schon wieder vom Markt verschwunden.

---

<sup>257</sup> <http://prof-soehnholz.com/kooperation-von-banken-und-beratern-mit-robo-advisors/>

Mehrere ETF-Anbieter und zunehmend auch traditionelle Geldanlageanbieter nutzen inzwischen Robo Advisors, um ihre Produkte noch besser zu verkaufen. In den USA sind die abhängigen und hybriden Robo Advisors (siehe <https://www.roboadvisor-portal.com/roboadvice-hybride-geldanlage-angebote-im-vorteil/>), d.h. die, die auch persönliche Beratung anbieten, von Vanguard und Charles Schwab mit Abstand am erfolgreichsten.

Die Kritik der deutschen Verbraucherzentralen (siehe <https://www.roboadvisor-portal.com/mehr-transparenzz-bei-robo-advisor-angeboten-gefordert/>) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht<sup>258</sup> wird sicher zu Veränderungen deutscher Robo Advisors führen.

## 11 Thesen zur Zukunft deutscher Robo Advisors

- 1) Robo Advisor Services werden weiter zunehmen, vor allem durch traditionelle Anbieter, also Banken, Vermögensverwalter und Assetmanager (Fondsanbieter).
- 2) Für kleine Anlagesummen werden zunehmend Robo Advisors eingesetzt, da sich für diese keine persönliche Beratung lohnt. Aber auch vermögenden Anlegern werden zunehmend mehr Online Services angeboten. Der Hauptgrund: Durch die Nutzung von Robo Advisor Tools können Verwaltungs- und Vertriebskosten gegenüber Offline-Angeboten gesenkt werden.
- 3) Banken und Vermögensverwalter werden neben beratungsfreien Robo Advisors für kleine Anlagebeträge auch hybride Konzepte inklusive (Online-)Beratung für größere Anlagesummen anbieten, da Anleger nicht auf persönliche Beratung verzichten möchten. Der Schwerpunkt der Beratung wird sich vom Portfoliomanagement, mit dem nur sehr schwer Outperformance zu generieren ist, auf die Finanz- und Steuerplanung verschieben.
- 4) Robo Advisors werden ihre Algorithmen offen legen müssen (siehe BaFin Quelle oben). So wird deutlich werden, dass die Algorithmen sehr stark von Eingabedaten abhängen, vor allem Prognosen von Renditen, Risiken und Abhängigkeiten/Korrelationen. Die Prognosen und Modelle werden Anlegern kaum plausibel zu erklären sein (siehe <http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/>). Der Trend wird daher zu einfachen und robusteren Geldanlageregeln führen.
- 5) Online-Services wie wie Social Trading (wie Wikifolio) werden für langfristig orientierte Kapitalanleger - im Gegensatz zu „Tradern“ - keine große Rolle spielen.
- 6) Robo Advisors bieten heute ETF-Portfolios (aus meist günstigen und diversifizierten Exchange Traded Funds), Portfolios von aktiven Fonds aber auch schon „aktiv gemanagte“ Portfolios aus einzelnen Aktien an. Ich gehe davon aus, dass aktive Fonds und aktive gemanagte Aktienportfolios aus Kosten- und Renditegründen (kaum

---

<sup>258</sup> Felix Hufeld: Aufsicht und Regulierung in Zeiten von Big Data und künstlicher Intelligenz, in: BaFin Perspektiven Ausgabe 17/2018 vom 1.8.2018, z.B. S. 12, „Jeder einzelne Algorithmus muss aber, genau wie jeder einzelne Mitarbeiter eines Unternehmens, Teil der ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation sein. Seine Entscheidungen müssen also innerhalb des Unternehmens und für Dritte nachvollziehbar und damit überprüfbar sein – vor allem dann, wenn sie zentrale und damit risikobehaftete Entscheidungen treffen beziehungsweise diese zumindest vorbereiten.“

Outperformancepotential) keine große Zukunft haben. Solange aber noch Vertriebsprovisionen für solche Angebote genommen werden dürfen, werden sie weiter angeboten, weil sie für Anbieter sehr lukrativ sein können.

- 7) Aus diesen Gründen aber auch wegen der Aufsichtsanforderungen an Transparenz werden maschinelles Lernen und Künstliche Intelligenz keine große Rolle für Robo Advisors spielen. Solche Angebote sind zwar konzeptionell interessant, aber es gibt selbst bei professionellen Tradern wie Hedgefonds kaum dauerhaft gut performende Angebote, die attraktiv für Langfristanleger sind. Big Data wird eine große Rolle für die Vermarktung von Robo Services spielen, allerdings kaum für die Portfoliobildung.
- 8) Bisher bieten Banken und Vermögensverwalter privaten Anlegern in Deutschland nur sehr selten aktiv ETFs an. Ich gehe davon aus, dass sich das auch durch zunehmende Popularität von ETF-basierten Robo Advisors ändern wird. Wenn es nicht zu zunehmenden ETF-Angeboten traditioneller Anbieter kommt, wird es zu einem Provisionsverbot kommen (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu/>). Spätestens nach einem Provisionsverbot werden auch traditionelle Anbieter vermehrt ETFs anbieten und spätestens dann auch eigene Robo Advisors anbieten.
- 9) Bisher bieten Banken und Vermögensverwalter privaten Anlegern in Deutschland nur selten nachhaltige bzw. verantwortungsvolle Fonds an. Ich gehe davon aus, dass sich das auch durch zunehmende Angebote von nachhaltigen Fonds durch Robo Advisors (siehe siehe auch <https://www.roboadvisor-portal.com/robo-advisor-nachhaltige-geldanlage-haelt-einzug/>) ändern wird. Spätestens wenn Regulierer fordern, dass Anleger gefragt werden müssen, ob sie nachhaltig investieren wollen (was von der EU geplant ist), werden auch traditionelle Anbieter vermehrt nachhaltige Fonds anbieten.
- 10) Die ersten Robo Advisors in den USA bieten inzwischen passive Aktienportfolios an, die keine ETFs sondern direkte Wertpapieranlagen nutzen. Das wird als Direct Indexing bezeichnet. Dafür gibt es in den USA Steuergründe. Ich gehe davon aus, dass auch in Deutschland solche Portfolios angeboten werden. Neben steuerlichen Gründen erwarte ich, dass Anleger solche Portfolios als kostengünstige und diversifizierte Basis für verantwortungsvolle Portfolios nutzen werden.
- 11) Es werden nur sehr wenige unabhängige Anbieter überleben. Das bringt aber kaum Verlustrisiken für Anleger mit sich, weil die unabhängigen Robo Advisors entweder von traditionellen Anbietern übernommen und fortgeführt werden oder weil die Anlagen in sicheren ETFs/Fonds oder bei sicheren Banken liegen.

### **Zusammenfassung: 3 Typen von Robo Advisors**

Ich erwarte, dass sich drei Typen von Robo Advisors etablieren werden, allerdings in der Regel als von Banken und Vermögensverwaltern abhängige Einheiten (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/anlageberater-robo-advisors-oder-modellportfolios-wer-wird-gewinnen/>) und überwiegend mit zusätzlicher persönlicher (Online-)Beratung:

- a) Einfachkonzepte für kleine Anlagesummen wie Easyfolio, die auf wenige regelbasierte (nicht-optimierte) ETF-Portfolios setzen.
- b) Vertriebsplattformen, die aktive Fonds oder aktive Anlagestrategien ihrer Sponsoren online vermarkten oder die eigene ETFs vermarkten wie Vanguard und Charles Schwab.

c) Spezialplattformen, die passive Einzeltitelportfolios („Direct Indexing“) und/oder umfassende ETF-Auswahlmöglichkeiten mit umfassenden Personalisierungsmöglichkeiten anbieten, auch mit Schwerpunkt auf verantwortungsvolle Geldanlagen (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/aktiv-traditionell-offline-aendert-sich-in-passiv-esg-online-kapitalanlagen/>).

## VON US ROBO-ADVISORS KÖNNEN WIR VIEL LERNEN (9-2018) <sup>259</sup>

Dieser Beitrag beruht auf dem "[Robo-Advisor Upgrade](#)"<sup>260</sup>, der in der Juni Ausgabe des „Financial Services Observers“ von Morningstar publiziert wurde. Hier stelle ich Thesen dazu auf, welche Entwicklungen der US Robo-Advisors sich in Deutschland wiederholen können und welche nicht.

Takeaway 1) „Robo-advisor ... have failed to disrupt investment services incumbents and are still unprofitable. Many have sold themselves to established firms after realizing they can't count on investors giving them money.“

Meine Meinung: Auch in Deutschland gibt es keine Disruption und keine profitablen endkundenorientierten (B2C) Robo-Advisors. „Abwicklungen“ und Verkäufe wie Easyfolio an Hauck und Aufhäuser sind bisher noch sehr selten. Mehrere der zahlreichen unabhängigen B2C Robo-Advisors werden wieder vom Markt verschwinden, da etablierte Finanzdienstleister lieber eigene Robo-Advisors aufbauen werden als welche zu kaufen. Dabei können ihnen viel schneller profitabel werdende B2B Anbietern wie United Signals, Fincite, Elinvar und Weadvice helfen.

Takeaway 2) „New robo-advisor business models and strategies influencing the key profitability determinants of client acquisition costs, ongoing operating costs, and revenue yield on client assets give us confidence that select robo-advisors will be profitable.“

Meine Meinung: Ich bin sehr skeptisch, ob es mehr als einem unabhängigen deutschen B2C Robo-Advisor gelingen wird, profitabel zu werden. Auch der Marktführer Scalable wächst vor allem durch die Kooperation mit ING. Andere potentielle leistungsfähige Robo-Kooperationspartner haben aber schon eigene oder werden noch eigene Robo-Advisors starten, so dass sie keine B2C Kooperationspartner brauchen.

Takeaway 3) „Moaty financial services firms, like Charles Schwab and Vanguard, have leapfrogged early robo-advisors with their digital advice offerings.“

Meine Meinung: Die - allerdings noch recht jungen - Robo-Advisors traditioneller Finanzdienstleister sind in Deutschland bisher noch nicht erfolgreich. Das liegt an den inhaltlich meist wenig innovativen Angeboten, den oft hohen Gebühren und/oder an der Angst vor Kannibalisierung des traditionellen Geschäftes (siehe dazu Charles Schwab Beispiel auf S. 18ff). Wenn sie wollten, könnten traditionelle deutsche Anbieter allerdings attraktive Robo-Advisor-Services anbieten. Besonders für ETF-Anbieter und auf Privatkunden ausgerichtete

---

<sup>259</sup> Dieser Beitrag ist in ähnlicher Form erstmals am 10.9.2018 auf [www.boerseneinmaleins.de](http://www.boerseneinmaleins.de) erschienen.

<sup>260</sup> <https://www.morningstar.com/lp/robo-advisor-upgrade>



Depotbanken und Broker können eigene Robo-Advisors lukrativ sein. Das gilt auch für Vermögensverwalter, die bisher noch nicht viel Geschäft in Deutschland machen.

Takeaway 4) „Robo-advisors have three life-or-death choices: grow slowly and hope investors keep funding them, partner with an established financial services firm, or grow quickly with high-cost advertising.“

Meine Meinung: Ich bin sehr skeptisch, ob es unabhängigen Robo-Advisors gelingen wird, zusätzliches Kapital zu akquirieren. Auch Partnering sehe ich kritisch: Potentielle große Vertriebspartner haben bereits eigene Robo-Advisors oder können schnell und günstig eigene Rob-Advisors etablieren. Und für selbstständiges starkes Wachstum fehlt es unabhängigen deutschen Robo-Advisors an Kapital.

Takeaway 5) „According to PitchBook Data, Betterment and Wealthfront have both raised capital in the last year. We reasonably conclude that they've eaten through \$100 million-\$200 million of capital to reach \$10 billion of client assets.“

Meine Meinung: Selbst wenn man annimmt, dass man in Deutschland weniger Kapital braucht, wird es vermutlich nur einem unabhängigen Robo-Advisor gelingen, genug Kapital bis zur Profitabilität zu akquirieren.

Takeaway 6) „We still assess that advertising cost per account acquisition at robo-advisors is approximately \$300 per gross new account and \$1,000 per net new account. At their presumably low operating margin after they become profitable, the payback period on advertising costs can be more than a decade.“

Meine Meinung: Die deutschen Kundenakquisitionskosten unterscheiden sich vermutlich nicht stark von den amerikanischen. Die deutschen Preise für Robo-Services sind zwar erheblich höher als in den USA, allerdings ergibt sich Umsatz aus Preis\*Menge und bei hohen Preisen kann man keinen hohen Absatz erwarten, so dass auch in Deutschland mit vielen Jahren ohne Profit gerechnet werden muss.

Takeaway 7) „Robo-advisors can use four strategies to lower their cost of client asset acquisition, but each has drawbacks: Advertising, 3rd party partnering, cross-sell to existing customers, lead generation product, higher account balance.“

Meine Meinung: Effiziente Werbung ist sehr teuer. Wenn es nicht gelingt, einzelne der zahlreichen Sparkassen oder Volks- und Raiffeisenbanken als Kunden zu gewinnen, gibt es nur relativ wenige geeignete Vertriebspartner, die vermutlich zudem eine hohe Kompensation für ihre Partnerschaft verlangen. Cross-Selling und der Verkauf von Lead Generation Products sind wenig erfolgversprechend, weil deutsche Robo-Advisors nur wenige Bestandskunden haben und neue Produkte im Wettbewerb zu sehr vielen traditionellen Produktangeboten stehen.

Takeaway 8) „Robo-advisors need to build a high-operating-leverage business model to be profitable. We believe digital advice firms will spur growth in salaried financial consultants ... to produce operating leverage.“

Meine Meinung: Auch in Deutschland setzt sich die Erkenntnis durch, dass [hybriden Angeboten](#)<sup>261</sup>, also die Kombination von Robo-Advisors mit persönlicher Beratung, die Zukunft gehört. Unabhängige deutsche Robo-Advisors werden sich eigene Berater aber kaum leisten können. Eher werden Banken und unabhängige Berater und Vermögensverwalter zusätzlich Robo-Advice anbieten, um Neukunden zu akquirieren und Bestandskunden zu halten.

Takeaway 9) „Expanded service offerings and higher revenue yields dramatically reduce the operating expense ratio and client asset hurdles to reach the goal of profitability. We estimate the break-even point for robo- advisors that sustain a 50-basis-point revenue yield could be \$15 billion-\$25 billion of client assets, 38%- 63% lower than the break-even point for a robo-advisor that charges 25 basis points.“

Meine Meinung: Selbst wenn man annimmt, dass deutsche Robo-Advisors 75 Basispunkte einnehmen, läge der Break-Even wohl immer noch erheblich über 5 Milliarden Anlagevermögen. Davon ist auch der aktuelle deutsche Marktführer noch weit entfernt.

Takeaway 10) „Four revenue-enhancing strategies at robo-advisors are charging more, upselling clients from a robo- advisor product to a digital advice offering, cross-selling additional products and services, and utilizing proprietary products in investment portfolios.“

Meine Meinung: Manche US Robo-Advisors haben zwar ihre Preise erhöht, in Deutschland werden die derzeit hohen Robo-Advice Preise aber eher sinken. Und wie oben gesagt: Von unabhängigen Anbietern wird kaum eigene individuelle Beratung angeboten werden können und das Potential für Cross-Selling oder proprietäre Produkte ist sehr gering.

Weitere „deutsche“ Anmerkungen zu dem Morningstar Report:

#### A) Wenig erfolgreiche Akquisitionen

Der Morningstarreport nennt auf Seite 10 vier große Käufe von US Robo-Advisors durch traditionelle Anbieter: Learnvest durch Northwestern Mutual, FutureAdvisor durch BlackRock, Jemstep durch Invesco und RobustWealth durch Principal Financial Group. Meines Wissens hat keine dieser Akquisitionen bisher zu nennenswerten Erfolgen geführt. Auch Easyfolio scheint seit dem Kauf durch Hauck und Aufhäuser nicht besonders stark gewachsen zu sein.

Über das Schicksal der Dutzenden von anderen in den letzten Jahren gestarteten US Robo-Advisors wird im Report nichts geschrieben. Es ist zu vermuten, dass die meisten von diesen Startups inzwischen ihr Geschäft eingestellt haben oder billig an kleinere traditionelle Anbieter verkauft wurden.

#### B) Erweiterungen der Angebotspaletten sind für deutsche Robo-Advisors wenig attraktiv

---

<sup>261</sup> <http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/>

Schwab und Vanguard haben hohe Einnahmen durch den Verkauf eigene etablierter Produkte und Wealthfront versucht das mit einem neuen Produkt (S. 5). Das Risk-Parity Produkt von Wealthfront ist auf viel Kritik gestoßen und wird jetzt mit einer recht geringen Marge angeboten. In Deutschland versuchen die Sparkassen eigene Produkte und die Volks- und Raiffeisenbanken versuchen provisionshaltige Fremdprodukte über hauseigene Robo-Advisors zu verkaufen. Damit wird bewußt auf „niedrige Preise“ als einen der wesentlichen Vorteile von Robo-Advisors verzichtet. Der unabhängige Anbieter Moneymeets geht mit dem Verkauf provisionsreduzierter Fremdfonds einen etwas anderen Weg, ist aber so immer noch teurer als online ETF-Anbieter. Ich bin daher skeptisch, ob einer dieser Wege zum Erfolg führt.

Schwab und Wealthfront haben zudem dadurch Einnahmen, das Anleger geringe bzw. keine Zinsen auf ihre nicht angelegten Einlagen erhalten (S. 5). Da in Deutschland solche Einlagen durch Negativzinsen Geld kosten, ist das keine attraktive Idee für deutsche Anbieter.

In Deutschland sehe ich auch für das Angebot von kostenpflichtigen Krediten durch Robo-Advisors zur Steigerung der Anlagevolumina und Tax-Loss Harvesting Services nur wenig Potential. Deutsche Robo-Advisors können zwar zusätzliche automatisierte Services wie Kontoaggregation und Finanzplanung (siehe auch Report S. 29) anbieten, aber auch das benötigt erst einmal Investments, die nur schwer zu beschaffen sind. Ausnahme: Das provisionsträchtige Private Equity Angebot von Liquid scheint erfolgreich zu sein.

Schwab und Betterment sind bisher die einzigen US Robo-Advisors mit Einnahmen durch persönliche Beratung (S. 5). In Deutschland versucht das bisher meines Wissens nur Quirion.

Potential sehe ich eher bei zusätzlichen Online Angeboten durch traditionelle Anbieter wie Finanzplanungs-Services aber auch bei einige wenigen ganz neuen Produkten: Meine Firma [Diversifikator](#) hat etliche regelbasierte und damit günstige und besonders gut online geeignete Portfolios auch für andere Anbieter (B2B) entwickelt. Dabei liegt ein besonderer Schwerpunkt auf ESG (Environment, Social Governance) Angeboten, die auch „offline“ bisher nur in geringem Umfang angeboten werden.

Siehe auch mein kürzlich veröffentlichter Beitrag [„Robo Advisors: 11 Thesen zu ihrer Zukunft“](#)<sup>262</sup>.

## ROBO-BOOM STATT ROBO-STERBEN (10-2018)

Robo-Sterben oder korrekter [„Immer mehr deutsche Banken begraben ihre Robo-Projekte“](#)<sup>263</sup> hieß es vor Kurzem (Heinz-Roger Dohms in Finanzszene vom 4.10.2018). Dem Beitrag nach stellt aber nur die Santander Deutschland die Aktivitäten komplett ein. Die Commerzbank bleibt über Cominvest weiter aktiv und die Hamburger Sparkasse hat „Pläne, ein neues Robo-

---

<sup>262</sup> <https://www.roboadvisor-portal.com/11-thesen-zur-zukunft-der-robo-advisor/>

<sup>263</sup> <http://finanz-szene.de/exklusiv-immer-mehr-deutsche-banken-begraben-ihre-robo-projekte/>

Angebot aufzusetzen“ (ebenda). Und am 11. Oktober heißt es bei Citywire: „[Fidelity startet digitale Vermögensverwaltung mit aktiven Fonds](#)“,<sup>264</sup>. Was denn nun?

### **Robo-Angebote können erfolgreich sein**

Ich bin überzeugt, dass Robo-Angebote erfolgreich sein können, allerdings nicht alle. Wenn man den weiter fortgeschrittenen US Robo-Markt analysiert (siehe [hier](#)<sup>265</sup>), kann man mehrere Punkte feststellen:

1. **Unabhängige** Robo-Advisors sind bisher bis auf 2 bis 3 Ausnahmen nicht sehr erfolgreich.
2. Auch traditionelle Banken oder Vermögensverwalter haben sich bisher nicht durch großen Erfolg ihrer Robo-Angebote ausgezeichnet.
3. Am erfolgreichsten sind die ETF-Anbieter Vanguard und Charles Schwab.
4. In Deutschland ist bisher nur die ING mit Scalable erfolgreich.

### **Konsequente Vermarktung ist entscheidend**

Nur billig zu sein, besonders einfache Produkte anzubieten oder eine besonders gute User Experience zu ermöglichen reicht offenbar weder allein noch kombiniert aus, um als Robo-Advisor erfolgreich zu sein. Für den Erfolg ist meines Erachtens vor allem die konsequente Vermarktung des Angebotes an einen bestehenden Kundenkreis erforderlich. Alternativ kann man versuchen, sich Neukunden teuer zu kaufen, wie es Betterment und Wealthfront in den USA mit insgesamt mehreren hundert Millionen Venture Capital machen.

### **Zusatznutzen gegenüber Offline-Angeboten ist nötig**

Um eine konsequente und erfolgreiche Vermarktung zu erreichen, sollte das Angebot Anlegern Zusatznutzen bieten. Traditionelle Anbieter wollen vor allem die Kannibalisierung (d.h. Verdrängung von Bestandsangeboten durch die neuen Angebote) ihrer bestehenden Angebote verhindern. Es ist daher nachvollziehbar, dass sie „me-too“ Robo-Angebote mit niedrigen Margen nicht gerne puschen.

Bei Vanguard, Schwab, Fidelity und ING ist das anders. Deren Robos vermarkten die hauseigenen Fonds (Vanguard, Schwab, Fidelity), indem sie günstig und effizient Zusatzservices (Fondsportfolios statt einzelne Fonds plus Reporting etc.) anbieten. ING (DiBa)

---

<sup>264</sup>[https://citywire.de/news/fidelity-startet-digitale-vermogensverwaltung-mit-aktiven-fonds/a1163872?re=58841&ea=788857&utm\\_source=BulkEmail\\_International+Daily+Germany&utm\\_medium=BulkEmail\\_International+Daily+Germany&utm\\_campaign=BulkEmail\\_International+Daily+Germany](https://citywire.de/news/fidelity-startet-digitale-vermogensverwaltung-mit-aktiven-fonds/a1163872?re=58841&ea=788857&utm_source=BulkEmail_International+Daily+Germany&utm_medium=BulkEmail_International+Daily+Germany&utm_campaign=BulkEmail_International+Daily+Germany)

<sup>265</sup> <http://prof-soehholz.com/von-us- robo- advisors- koennen- wir- viel- lernen/>

bietet in Deutschland keine eigene Vermögensverwaltung an. Über die Kooperation mit Scalable können daher zusätzliche Vermögensverwaltungseinnahmen generiert werden.

### **Automatisierung wird kommen**

Anleger sind definitiv an zusätzlicher Automatisierung bzw. Robo-Services interessiert und Anbieter können durch zusätzliche Automatisierung Kosten sparen.

Traditionelle Banken und Vermögensverwalter haben vor allem diese vier Möglichkeiten für ihre Robo-Angebote:

1. Neue Kundengruppen erschließen
2. Die gleichen Produkte zu gleichen Preisen off- wie online anbieten
3. Die gleichen Produkte zu günstigeren Preisen online anbieten
4. Andere Produkte online anbieten

Lösung 1 ist für Anbieter ziemlich teuer, da Neukunden meist teurer in der Akquisition sind als die Ausweitung des Bestandsgeschäftes. Zusätzlich muss man entscheiden, wie man Neukunden anlocken will (siehe Möglichkeiten 2 bis 4).

Option 2 ist für Anleger wenig interessant, weil die Onlineprodukte dann relativ teuer wären im Vergleich zu Offlineangeboten, die typischerweise zusätzlich persönliche Beratungen umfasst.

Bei Lösung 3 hängt es davon ab, wie viel günstiger die Produkte angeboten werden. Werden nur die eingesparten Kosten weitergegeben, wird die Preisreduktion vermutlich relativ gering ausfallen, da Akquisekosten auch für den Onlinevertrieb hoch sind. So würde nur wenig zusätzliche Nachfrage stimuliert. Werden die Gebühren dagegen niedriger angesetzt, droht Kannibalisierung und damit steigt das Risiko, dass die Onlineangebote nicht aktiv genug vermarktet werden.

Die attraktivste Lösung ist daher vermutlich das Online-Angebot neuer Produkte.

### **Online ETF-Portfolios greifen oft zu kurz**

Die meisten traditionellen deutschen Vermögensverwalter und Banken bieten bisher keine ETFs aktiv an. ETFs gelten aus Anlegersicht als besonders attraktiv, weil sie in der Regel günstig sind.

Anbieter können versuchen, Zusatzmargen über Portfolio- und Risikomanagement von Portfolios aus ETFs generieren. Es ist jedoch sehr schwer, an günstigen ETFs interessierte Anleger von dem Wert von solchen Services so zu überzeugen, dass sie bereit sind, attraktive

Gebühren dafür zu zahlen. Scalable und ING scheint das (noch) zu gelingen, andere deutsche Anbieter sind damit aber bisher nicht sonderlich erfolgreich.

Daher sollten ETF-Portfolios ebenfalls günstig angeboten werden, zumal teure ETF-Dachfonds seit Jahren in der Kritik stehen.

Easyfolio von Hauck und Aufhäuser und auch mein Unternehmen [Diversifikator](#) mit dem [Weltmarktportfolioansatz](#)<sup>266</sup> bieten sehr einfache und günstige Allokationsmethoden für ETFs an. Aber auch solche ETF-Portfolios stehen im Wettbewerb mit meist teuren Offlineangeboten, also vor allem standardisierten Vermögensverwaltungen bzw. Multi-Asset- und Mischfonds traditioneller Banken und Vermögensverwalter. Sie werden daher aus Kannibalisierungsfurcht kaum sehr aktiv vermarktet werden.

### **Online ESG-Portfolios mit großem Potential**

Besonders großes Potential sehe ich für Online ESG (Environmental, Social, Governance) Angebote (siehe auch [hier](#)<sup>267</sup>). ESG-Produkte werden offline bisher nur in geringem Umfang angeboten, daher ist keine direkte Kannibalisierung zu befürchten. Sie stehen zwar in Konkurrenz zu traditionellen nicht-nachhaltigen Produkten, sind aber sehr erklärungsbedürftig. Der traditionelle Vertrieb ist bisher noch nicht im Verkauf solcher Produkte geschult. Statt eine solche teure Schulung zu organisieren, können sie Anlegern direkt online mit Hilfe von Erklärvideos und umfassenden Online-Informationen angeboten werden.

Hinzu kommt, dass traditionelle Anbieter und Vertriebe solche Produkte, ähnlich wie ETFs, bisher tendenziell negativ beurteilt haben. Es dürfte den Vertrieblern und Beratern daher schwer fallen, ESG-Produkte jetzt aktiv erfolgreich zu verkaufen. Außerdem gelten ESG-Angebote tendenziell als teurer als traditionelle Produkte. Durch Kosteneinsparungen über einen Onlinevertrieb können sie aber relativ günstig angeboten werden.

Neben dem Onlineverkauf aktiver ESG Fonds ist auch ein solcher von ESG-ETFs und vor allem ESG ETF-Portfolios denkbar (siehe auch [hier](#)<sup>268</sup>).

### **Potential für flexible B2B Robo-Software Anbieter**

Hilfreich für interessierte Vermögensverwalter und Banken ist dabei, dass die Implementierungskosten stark sinken. Vor einigen Jahren mussten Robo-Advisors noch teuer individuell programmiert werden. Dann traten die ersten spezialisierten B2B (Business-to-Business) Anbieter auf, deren Services vor allem auf Banken ausgerichtet waren und damit ebenfalls noch ziemlich teuer waren. Inzwischen bieten mehrere der als B2C (Business-to-Consumer) gestarteten Robo-Advisors, teilweise wegen Erfolglosigkeit im B2C Geschäft, auch B2B Services an (zur möglichen Umsetzung siehe z.B. [hier](#)<sup>269</sup>). Das senkt die Kosten.

---

<sup>266</sup> <http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>

<sup>267</sup> <http://prof-soehnholz.com/aktiv-traditionell-offline-aendert-sich-in-passiv-esg-online-kapitalanlagen/>

<sup>268</sup> <http://prof-soehnholz.com/geldanlageinnovationen-sind-einfacher-als-gedacht/>

<sup>269</sup> <http://prof-soehnholz.com/kooperation-von-banken-und-beratern-mit-robo-advisors/>

Am ehesten werden sich meines Erachtens jedoch die Robo-as-a-Service Spezialisten wie United Signals oder Quantstore durchsetzen, die relativ geringe Startkosten und schnelle Implementierungen maßgeschneiderter Robo-Advisors ermöglichen.

### **Robo-Boom statt Robo-Sterben**

Generell hinken ESG Angebote in den USA noch hinter europäischen Angeboten hinterher. Inzwischen fangen jedoch mehrere US und deutsche Onlineanbieter an, ESG Portfolios aufzunehmen.

Ich bin sehr zuversichtlich in Bezug auf eine stark zunehmende Nachfrage nach ESG und Onlineangeboten. Da es viele Banken und noch mehr Vermögensverwalter in Deutschland gibt, erwarte ich daher einen Boom abhängiger Robo-Advisors, kein Robo-Sterben. Für unabhängige Robo-Advisors bin ich skeptischer (siehe [hier](#)<sup>270</sup>).

### **STATT KANNIBALISIERUNG: ESG-ROBO ODER ALTERNATIVES-ROBO? (2-2019)**

Viele deutsche Banken sind noch zurückhaltend mit dem Einsatz von Robo-Advisors (siehe [hier](#)). Das scheint daran zu liegen, dass viele Angst vor der Gefährdung ihres Bestandsgeschäftes („Kannibalisierung“) haben. Außerdem sehen sie ihre Margen im Neugeschäft als gefährdet an. Banken verdienen derzeit noch sehr gut am Verkauf von Investmentfonds, für die sie Vertriebsprovisionen erhalten.

Unabhängige Robo-Advisors dagegen bieten überwiegend niedrigmarginige Vermögensverwaltungen auf Basis von kostengünstigen Indexfonds (ETFs) an.

### **Keine Kannibalisierung: Aktive Fonds werden online verkauft**

Manche Volksbanken verfolgen ein anderes Modell und bieten über ihren White-Label Robo-Advisor Meininvest überwiegend relativ teure Investmentfonds zu für sie attraktiven Gebühren an (siehe z.B. [hier](#)).

### **Kaum Kannibalisierung: Eigenes aktives Management wird online verkauft**

Die Sparkassen mit Bevestor, Hauck & Aufhäuser zunächst mit Easyfolio flex und später mit Zeedin, die Deutsche Bank mit Robin und auch die Warburg Bank mit ihrem Navigator und die Fürstlich Castell'sche Bank gehen einen ähnlichen Weg. Sie nutzen zwar oft überwiegend günstige ETFs, verkaufen aber vor allem ihr „aktives“ Investmentmanagement-Knowhow. Dafür verlangen sie relativ hohe Gebühren.

---

<sup>270</sup> <http://prof-soehnholz.com/von-us-robo-advisors-koennen-wir-viel-lernen/>

Die ING (Diba) geht anders vor und bietet über den unabhängigen Anbieter Scalable „aktives“ [Risikomanagement](#) an, das bisher so nicht von ihr angeboten wurde. Dafür werden Gebühren verlangt, die etwas oberhalb der Gebühren anderer unabhängiger Robo-Advisors liegen.

### **Ausnahme: Günstige passive Angebote**

Banken, die wie Quirion von der Quirinbank klassische Robo-Services, also vor allem günstige ETF-Portfolios anbieten, sind bisher eher selten. Für die Quirinbank ist das Kannibalisierungsrisiko allerdings gering, da Quirin Honorarberatung und keine Provisionsberatung anbietet.

Vielleicht erklären diese für Kunden relativ teuren und nicht wirklich neuen Angebote, warum bankabhängige Robo-Advisors in Deutschland bisher noch nicht besonders erfolgreich mit der Neuakquise von Vermögen waren. Positiv ausgedrückt hat bisher noch keine nennenswerte Kannibalisierung von Bestandumsätzen stattgefunden.

### **Robo-Ziel: Verwaltungskosten sparen**

Günstige Angebote für Endkunden stehen bei den meisten Banken also bisher offenbar selten im Vordergrund.

Einige Banken haben aber erkannt, dass sie durch die Nutzung von Robo-Advisors Verwaltungskosten sparen können. Schließlich übernehmen Anleger selbst und Depotbanken bei Robo-Advisors Aufgaben, für die sonst teure Berater bzw. Vermögensverwalter eingesetzt werden müssen. Um nennenswert Kosten einsparen zu können, sind aber hohe Umsätze über Robo-Advisors nötig.

### **Anti-Kannibalisierung: Neuartige Portfolios online anbieten**

Aber es gibt noch weitere Ansätze. So könnten Banken Portfolios online anbieten, die sie offline nicht im Angebot haben. Ich denke dabei vor allem an verantwortungsvolle ([ESG](#)) Investments. Diese sind erklärungsbedürftig und es ist sehr aufwändig, den Bankvertrieb umfassend darauf zu schulen.

Problematisch ist vor allem, dass Anleger gerade in Bezug auf verantwortungsvolle Investments sehr unterschiedliche Vorkenntnisse und Vorstellungen haben. Das macht eine persönliche Beratung besonders zeitaufwändig und teuer. Online kann man dagegen viele Informationen effizient bereitstellen, idealerweise sogar ergänzt um Selbstlernprogramme.

Es ist gar nicht so schwer, verantwortungsvolle Portfolios zu verkaufen (siehe [hier](#)).

Obwohl es schon sehr viele Fonds- und ETFs gibt, können ausser verantwortungsvollen noch weitere attraktive Portfolios gefunden werden, die man online anbieten kann ohne das Bestandsgeschäft zu kannibalisieren.



Meine Firma [Diversifikator](#) hat sich auf neuartige Portfolios spezialisiert. Die Weltmarktportfolios mit ihrer passiven Asset Allocation sind besonders gut für den Onlineverkauf geeignet. Sie stehen zwar inhaltlich im direkten Wettbewerb mit aktiv gemanagten Multi-Asset Fonds. Aber sie können nicht nur durch die andere Investmentphilosophie sondern auch als fondsgebundene Vermögensverwaltung statt als Dach- oder Einzelfonds durchaus von diesen differenziert werden.

### **Alternatives-Robo**

Noch einfacher dürfte es sein, die Immobilienaktien bzw. Infrastrukturaktienportfolios online ohne Kannibalisierungrisiko anzubieten. Solche Fonds bieten bisher nur sehr wenige Banken bzw. Vermögensverwalter aktiv an, dabei stehen sie für komplette Anlageklassen. Ähnliches gilt für das Alternatives-ETF Portfolio: Dessen Inhalte werden Anleger bisher kaum über traditionelle Vertriebskanäle angeboten. Auch diese Portfolios kann man z.B. durch Kombinationen mit Tagesgeld auf mehrere Risikoklassen anpassen, um so ein breites Online-Angebot zu ermöglichen.

Wenn es gelingt, Anlegern neue Produkte mit „Selbstberatung“ zu verkaufen (siehe z.B. [hier](#)), können online Angebote sehr attraktiv werden, da nur eine geringe Kannibalisierung des Bestandsgeschäftes zu erwarten ist.

### **Ziel: Bestandskunden halten**

Außerdem sollten Banken bedenken, dass gerade jüngere Anleger heute verantwortungsvolle bzw. interessante Geldanlageangebote erwarten. Vielleicht kann man bald Kundenabwanderung nur verhindern, wenn man aktiv solche Angebote macht.

Ich bin gespannt, wann die erste Bank bzw. der erste große Vermögensverwalter sich an das Thema traut. Dabei helfe ich gerne!

## **ROBO-ESG: VERANTWORTUNGSVOLLE ONLINE-INVESTMENTS IM VERGLEICH (8-2019/7-2020)**

Hinweis: Dieser Beitrag steht auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com) in aktualisierter Form zur Verfügung, unter anderem mit Übersichtstabelle über die Anbieter.

Dass Online-ESG bzw. Robo-ESG (ESG steht für Environmental, Social und Governance Faktoren) aber erst wenige Experten interessiert bedeutet nicht, dass der Ansatz nicht zukunftsfruchtig ist. Immerhin gibt es in Deutschland bereits mehrere Robo-Advisors, die verantwortungsvolle Investments anbieten.

### **Robo-ESG: Fast alles spricht dafür**

Die Logik für nachhaltige Online Angebote ist einleuchtend: Da nachhaltige Anlagen ähnliche Risiken und Renditen haben wie traditionelle Anlagen, spricht alles für Investments in nachhaltige Anlagen. Wie bei allen Anlagen sind dabei niedrige Kosten wichtig, um attraktive Renditen zu erreichen. Am kostengünstigsten kann man online anbieten bzw. kaufen. Bisher gibt es aber erst wenige online ESG Angebote. Robo-ESG kann deshalb für Nachfrager und Anbieter sehr attraktiv sein.

Für alle Robo-Advisor gilt, dass die Vermarktung aufwändig ist. Selbst in den USA sind bisher nur wenige unabhängige Robo-Advisors profitabel. In Deutschland ist wohl bisher nur das Scalable Angebot für den Vertriebspartner ING profitabel.

### **Robo-ESG: 2 pure ESG-Robos und 5 Angebote „traditioneller“ Robos**

Auslöser für diese Analyse war die [Pressemeldung, dass Vividam](#) zum führenden nachhaltigen Robo-Advisor in Deutschland werden möchte. Ich bin skeptisch, ob das gelingen wird. Doch zunächst kommt hier mein Marktüberblick.

Heute gibt es meiner Recherche nach neben Vividam nur einen Robo-Advisor, der ausschließlich sogenannte verantwortungsvolle oder nachhaltige Angebote macht, nämlich **Pax-Investify**. Die „katholische“ Pax Bank, bzw. der „genossenschaftlicher Finanzdienstleister mit christlicher Werteorientierung“, hat diesen Robo-Advisor im Jahr 2018 zusammen mit Investify konzipiert (siehe [hier](#)). **Vividam** von der FiNet Asset Management AG, startete im Dezember 2018.

Mindestens vier andere Robo-Advisors bieten ausser traditionellen auch nachhaltige Portfolios an. Der erste Anbieter war in 2016 **VisualVest** der Union Investment bereits. **Investify** von Aixigo und Rhein Asset Management, **Zeedin** von Hauck&Aufhäuser und **Liquid** folgten in 2018.

### **Robo-ESG: Mit White-Label und Modellportfolios gibt es bereits mehr als 10 Anbieter**

Wenn man die sogenannten White-Label Angebote noch mitzählen würde, käme man auf wesentlich mehr Anbieter mit verantwortungsvollen Online-Portfolios. Das liegt vor allem daran, dass inzwischen einige genossenschaftliche Banken über **MeinInvest** auch das nachhaltige Portfolio von Visualvest anbieten. Bereits in 2017 hatte z.B. die Evangelische Bank dieses Portfolio im Online-Angebot.

Ich zähle außerdem die Portfolios meiner Firma **Diversifikator** und von **JustETF** und **ExtraETF** ebenfalls zu den Online ESG Angeboten. Diese drei bieten technisch-regulatorisch selbst umzusetzende Modellportfolios und keine vermögensverwalteten Robo-Advisors an. Diversifikator war ab Februar/März 2016, also noch vor Visualvest, der erste derartige Anbieter von nachhaltigen Portfolios (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/3-jahre-diversifikator-gute-rendite-aber-80-prozent-anders-ist-schwer-zu-verkaufen/>). Die anderen beiden folgten in 2018.

### **Robo-ESG: Nennenswerte Unterschiede zwischen den Anbietergruppen**

Vereinfacht kann man also drei bis vier Gruppen von Anbietern unterscheiden: Die rein nachhaltigen Robos, die traditionellen Robos mit nachhaltigen Zusatzangeboten und die Modellportfolioplattformen. White-Label Anbieter gibt es bisher erst im Segment der traditionellen Robos.

Einige der Anbieter kann man als unabhängig bezeichnen, andere gehören zu traditionellen Asset Managern oder Banken. Da die „abhängigen“ Anbieter bisher meines Wissens keine haus eigenen Produkte anbieten, ist Unabhängigkeit/Abhängigkeit aber bisher kein wichtiges Unterscheidungskriterium.

Anders ausgedrückt: Die nachhaltigen Online Angebote sind meist neue Entwicklungen und werden in der Regel nicht „offline“ angeboten.

### **Robo-ESG: Modellportfolioanbieter sind wesentlich günstiger, bieten aber nur limitierte Services**

Es gibt einige systematische Unterschiede zwischen den Anbietergruppen. So haben die Modellportfolioanbieter keine Vermögensverwaltungslizenz. Interessenten an den Portfolios müssen diese deshalb selbst in ihren Depots umsetzen. Dafür haben sie auch die freie Depotbank- und Brokerwahl bzw. können die Portfolios in ihren Bestandsdepots umsetzen.

Die Kosten für die Portfolios der Modellportfolioanbieter starten bei ca. 0,2% bzw. 0,3% pro Jahr (JustETF, ExtraETF für alle und Diversifikator für institutionelle Anleger) und gehen bis zu ca. 1,5% bei Diversifikator für Privatkundenangebote. Die selbständige Umsetzung der überwiegend aus wenigen ETFs bestehenden und sich selten ändernden Portfolios ist für Anleger einfach und kostengünstig möglich.

Die 1,5% bei Diversifikator beinhalten alle Produktkosten von ca. 0,3% für ETFs und die bei solchen Angebote anfallende Umsatzsteuer und typischerweise auch unabhängige persönliche Beratung und Vermögensverwaltung, für die Kooperationspartner von Diversifikator ca. 0.7% p.a. erhalten.

Die Gebühren der Online-Vermögensverwalter reichen von 0,95% bei Liquid, allerdings erst ab Mindestanlagen von 100.000 Euro, bis zu 2,9% bei Vividam, jeweils inklusive der Kosten für die genutzten Produkte. Investify liegt mit 1,3% ab 5.000 EUR am unteren Ende der Kosten für moderate Anlagebeträge.

Bei den Anbietern mit hohen Kosten wie MeinInvest und Vividam sollte typischerweise auch die persönliche Beratung enthalten sein. Diese Beratung kann durch die Provisionen der genutzten „aktiven“ Fonds finanziert werden.

### **Robo-ESG: Modellportfolioangebote ermöglichen mehr Auswahl**

Alle vermögensverwaltenden Robo-Advisors bieten bisher jeweils nur ein verantwortungsvolles Standard-Portfolio an. Für dieses Basisportfolio werden zwar je nach Risikoneigung der Ableger unterschiedlich Mischungen von Aktien- und Anleihequoten

ermöglicht, aber die Bestandteile sind jeweils gleich. Alle diese vermögensverwaltenden Robos nutzen Anleihen zur Reduktion von Portfoliorisiken.

Das gilt zwar auch für den Modellportfolioanbieter Extra ETF. Nur JustETF bietet mit „ESG Screened“ und „Nachhaltigkeit SRI“ zwei Portfolios an, die sich vor allem in Bezug auf die Strenge der Nachhaltigkeitsansätze unterscheiden. Anders als bei den anderen Angeboten handelt es sich dabei um reine Aktienportfolios. JustETF bietet als einziger keine verantwortungsvollen Mischportfolios bzw. Portfolios mit unterschiedlichen Risikoklassen an.

Das mit Abstand breiteste Angebot bietet Diversifikator an: ESG ETF-Portfolio, ESG ETF-Portfolio Trend, Islamic ETF-Portfolio und fünf konzentrierte PureESG Aktien-Portfolios: Global, Global S, Infrastruktur, Immobilien und Deutschland. Einige dieser Angebote gibt es sogar nirgendwo „offline“ in vergleichbarer Form.

Durch Kombinationen mit „Cash“ können alle Portfolios auf unterschiedliche Risikoklassen angepasst werden. Besonderheit: Für die Beimischungen von Cash verlangt Diversifikator keine Gebühren, d.h. bei einem Portfolio aus 50% Aktien und 50% Cash fällt die Modellportfoliogeühr nur für den Aktienteil an.

### **Robo-ESG: Überwiegend nur Aktien und Anleihen sowie aktives Risikomanagement**

In Bezug auf die genutzten Anlageklassen gibt es kaum Unterschiede. JustETF und Investify sind die einzigen Anbieter, die nur Aktienportfolios anbieten. Bei Investify liegt das daran, dass das nachhaltige Portfolio nur als Beimischung zu einem traditionellen Basisportfolio empfohlen wird.

Liquid fügt seinem nachhaltigen Portfolio ein Goldzertifikat hinzu und Diversifikator nutzt zusätzlich Listed Alternatives, also Immobilienaktien, Infrastrukturaktien etc. zur Diversifikation.

Die meisten Robo-ESG Anbieter verwenden diskretionäre, also nicht voll-regelbasierte Risikomanagementansätze für ihre Portfolios. Vividam, ExtraETF und Diversifikator nutzen fixe Allokationen zu Anlagesegmenten. Diversifikator bietet mit dem ESG ETF-Portfolio Trend zusätzlich ein nachhaltiges Portfolio mit rein regelbasierter Trendfolge an.

### **Robo-ESG: Die meisten nutzen (teure) aktive Fonds zur Umsetzung**

Von Robo-Advisors erwartet man in der Regel günstige Portfolio-Umsetzung über ETFs. Für vermögensverwaltende Robo-ESG Angebote werden jedoch überwiegend sogenannte aktiv gemanagte Fonds genutzt, die typischerweise erheblich teurer als ETFs sind.

Zeedin nutzt auch direkte Aktien und Anleihen, ist aber auch erst ab einhundertfünfzigtausend Euro zugänglich. Sonst bietet nur Diversifikator Einzelaktienportfolios an, und zwar ohne formale Mindestanlagesummen und zu denselben Konditionen wie ETF-Portfolios (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/>).

Von den vermögensverwaltenden Anbietern setzt bei den nachhaltigen Angeboten nur Liquid auf ETFs. Allerdings muss man mindestens hunderttausend Euro mitbringen, um das Portfolio kaufen zu können.

Nur die drei Modellportfolioanbieter nutzen konsequent ETFs statt aktiver Fonds.

### **Robo-ESG: Mindestanlagen, verwaltete Vermögen und Performance taugen (noch) nicht zur Beurteilung**

Die Mindestanlagen helfen nur wenig, um die Anbieter zu differenzieren. Nur Liquid und Zeedin fallen mit ihren hohen Mindestinvestmentanforderungen von einhunderttausend bzw. einhundertfünzigtausend Euro aus dem Rahmen. Die Modellportfolioplattformen verlangen keine Mindestinvestments und bei allen anderen Anbietern werden höchstens fünftausend Euro als Mindestanlage gefordert.

Die verwalteten Vermögen in verantwortungsvollen Portfolios werden von den Anbietern bisher noch nicht veröffentlicht. Das liegt wohl daran, dass bisher kaum eines der nachhaltigen Onlineangebote über nennenswerte Assets verfügen dürfte.

Auch die Performance habe ich nicht thematisiert. Während die Modellportfolioplattformen diese transparent ausweisen, ist sie für die nachhaltigen Angebote der Vermögensverwalter nur schwer von außen nachvollziehbar (Ausnahme [Vididam](#)). Außerdem sind die Track Records der verantwortungsvollen Angebote mit Ausnahme von Diversifikator und Visualvest noch sehr kurz. Ich hoffe, dass auch die Performances der vermögensverwaltende Robos künftig einfacher nachvollziehbar wird.

### **Robo-ESG: Kritik an allen bzw. noch keine perfekte Lösung**

Wenn man 0% für Anleihen und 7% Bruttorenditen für Aktien erwartet, erzielen 50/50 Portfolios 3,5% Bruttorenditen. Gebühren von 1,5% und mehr pro Jahr sind meines Erachtens in Zeiten negativer Zinsen deshalb zu hoch. Von den Vermögensverwaltenden Robos mit niedrigen Mindestinvestments liegt nur Investify unter dieser Grenze. Investify bietet aber nur ein verantwortungsvolles Aktienportfolio auf Basis aktiver Fonds als Beimischung an.

Zusammenfassend kann man feststellen, dass es noch keinen günstigen vermögensverwaltenden Robo Advisor mit einem breiten bzw. sogar individualisierbaren verantwortungsvollen Portfolioangebot gibt.

Damit ergeben sich Chancen für die Modellportfolioanbieter. Allerdings erwarte ich, dass es künftig auch attraktive vermögensverwaltende ESG-Robos geben wird. Ich helfe gerne bei der Entwicklung solcher Angebote (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/statt-kannibalisierung-esg-robo-oder-alternatives-robo/>).

## PERSONALISIERUNG: KÖNNEN NUR NACKTE REICH WERDEN? ODER: FREMD-VERSUS SELBSTPERSONALISIERUNG (9-2018)

Personalisierung ist ein heisses Thema: Der im Mai erschiene Global Retail Banking Report der Boston Consulting Group wurde „[The Power of Personalization](#)“<sup>271</sup> genannt. Aber im aktuellen Digital Banking Report mit dem Titel „[The Power of Personalization](#)“<sup>272</sup> heisst es: „94% of Banking Firms Unable to Deliver on ‘Personalization Promise‘“ (The Financial Brand, 4.9.2018). Dass Produkthanbieter Vorteile durch Personalisierung haben ist klar. Aber gilt das auch für Anleger?

### **Für personalisierte Angebote muss man „nackig“ sein**

Personalisierte Angebote werden auch im Bankbereich immer wichtiger. Auch Banken wollen jetzt das umsetzen, was Amazon und Co. schon lange sehr gut beherrschen. Dafür brauchen sie viele Informationen vom Geldanleger. Bildlich gesprochen muss sich der Anleger nackt machen und sich komplett durchchecken lassen, um eine massgeschneiderte Beratung zu bekommen. Die Begründung lautet analog zur Medizin: Nur wenn wir alles über den Anleger wissen, können wir perfekte Angebote machen.

### **Geldanlage ist nicht wie Medizin**

Aber muss das wirklich sein oder gibt es Alternativen? Der Hauptunterschied zur Medizin ist dabei: Eine gute Geldanlage ist viel einfacher, als die Behandlung komplexer Körper mit komplexen Medikamenten. Ausserdem ist Selbstberatung in der Geldanlage wahrscheinlich viel risikoärmer als Selbstmedikation.

### **Finanzplanung kann man selbst offline durchführen**

Sicher ist Personalisierung für die Geldanlage wichtig: Wieviel Vermögen man hat, wieviele Schulden, welches Einkommen, welche Einkommenserwartungen, Erbschaften und geplante Vererbungen, Gesundheitskosten, künftige Investitionen und Ausgaben etc. sollten bei einer guten [Beratung](#)<sup>273</sup> berücksichtigt werden.

Aber will man all das einem Banker (Produkthanbieter) offen legen? Und gibt es Banker, die all diese Themen plus Steuerfragen kompetent abdecken können?

Im Zweifel arbeiten Banken dafür mit standardisierter Finanzplanungssoftware. Für Selbstberater gibt es heute auf den ersten Blick kostenlose Onlinesoftware. Allerdings wird die Nutzung meist mit Daten bezahlt. Man zieht sich also freiwillig aus und weiss nicht wirklich, was man dafür bekommt.

---

<sup>271</sup> [http://image-src.bcg.com/Images/BCG-The-Power-of-Personalization-May-2018\\_tcm20-193016.pdf](http://image-src.bcg.com/Images/BCG-The-Power-of-Personalization-May-2018_tcm20-193016.pdf)

<sup>272</sup> <https://thefinancialbrand.com/74986/banking-personalization-targeting-trends/>

<sup>273</sup> <http://prof-soehholz.com/anlageberater-robo-advisors-oder-modellportfolios-wer-wird-gewinnen/>

Gute [Finanzplanungssoftware](#)<sup>274</sup> kann man aber auch ziemlich günstig kaufen und offline nutzen. Ich empfehle aber, die Ergebnisse mit Profis zu diskutieren. Diese Profis müssen jedoch nicht gleichzeitig auch Anbieter von eigenen Geldanlagen sein.

## **Haben Banker bisher gute Geldanlagen empfohlen?**

Viele Banker haben in der Vergangenheit „optimale“ Produkte für ihre Kunden empfohlen: Strukturierte Produkte, Steuersparmodelle, renditeorientierte geschlossene Fonds, aktive Fonds, Derivate, Kryptowährungen etc.. Nicht alle Anleger sind damit glücklich geworden.

Jetzt wollen Banker mehr Informationen von Anlegern haben, um ihnen personalisiertere Angebote zu machen. So ist es heute möglich, kosteneffizient individuelle Anlagezertifikate zu erstellen. Ob das für die Anleger gut ist, muss aber noch bewiesen werden.

## **Geldanlagen können einfach sein**

Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass passive Geldanlagen für die meisten Anleger besser sind als aktive. Inzwischen gibt es sehr viele passive Angebote aber auch zahlreiche gute kostenlose Tools zur Selektion von günstigen Exchange Traded Fonds (ETFs).

Aber das alleine reicht nicht. Die Allokation auf verschiedene Anlagesegmente gilt als schwierig. Dabei könnten Anleger ihre Allokation mit dem sogenannten [Weltmarktportfolio](#)<sup>275</sup> starten, das die Anlagen aller anderen Anleger weltweit mit günstigen passiven Fonds (ETFs) nachbildet.

Auch das ist aber nicht unbedingt ideal wenn man sich nicht mehr auf die Vergangenheit verlassen darf, weil sich Rahmenbedingungen ändern, so dass z.B. Anleihen zu riskanten Anlagen werden können.

## **Wichtige Rolle von Beratern und Benchmarks**

Es ist sehr wichtig, dass Anleger nicht die falschen passiven Anlagen bzw. nicht zu falschen Zeitpunkten kaufen oder verkaufen. Dabei könnten Berater grundsätzlich gut helfen.

Die Evidenz, dass Berater in der Vergangenheit richtig beraten haben, ist aber eher gering. So haben professionelle (aktive) Fondsmanager in Marktkrisen oft mehr Geld verloren, als die entsprechenden Märkte.

Allerdings war die Beurteilung von Beratung für Anleger bisher oft nicht einfach, da anerkannte Multi-Asset [Benchmarks](#)<sup>276</sup> fehlten. Mit den Weltmarktportfolios von

---

<sup>274</sup> <http://prof-soehnholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/>

<sup>275</sup> <http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>

<sup>276</sup> <http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/>

[Diversifikator](#) – mit und ohne Risikosteuerung – stehen jetzt zumindest „most-passive“ Multi-Asset Benchmarks zur Verfügung.

### **Wieviel Personalisierung ist nötig?**

Das Leistungsangebot meiner Firma Diversifikator zeigt meine Antwort auf diese Frage. Diversifikator bietet neben dem Weltmarktportfolio auch Risikoreduktionsmöglichkeiten durch Beimischungen von Cash an, Portfolios ohne Anleihen und vor allem zahlreiche verantwortungsvolle Portfolios.

Für letztere erwarte ich den größten Personalisierungsbedarf, weil Anleger sehr unterschiedliche Vorstellungen davon haben, was für sie verantwortungsvoll ist und was nicht.

### **Wie kommt man zum personalisierten Portfolio?**

Ich bin der Ansicht, dass Anleger sich zunächst selbst ein Portfolio zusammenstellen sollten. Dazu können z.B. die Kriterien zur Risiko- und Portfoliowahl auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) genutzt werden. Ein standardisiertes Portfolio, wie z.B. das Global Equities ESG Portfolio, kann im zweiten Schritt um Wertpapiere „bereinigt“ werden, die nicht im Einklang mit den Wertvorstellungen des Anlegers stehen. Das nenne ich *Selbstopersonalisierung*.

Das so erstellte individuelle Portfolio kann dann an einen Berater übergeben werden der z.B. prüft, ob die Diversifikation des Portfolios ausreichend ist.

Derzeit sind solche individualisierten Einzelaktienportfolios noch mit relativ hohen Implementierungskosten verbunden. Aber das wird sich künftig ändern, weil auch deutsche Depotbanken immer effizienter werden. Ausserdem gibt es Fintechs wie Robinhood, die allerdings auch teilweise durch [persönliche Daten](#)<sup>277</sup> bezahlt werden wollen.

### **No Data statt Big Data**

Diversifikator nutzt Selbstpersonalisierung und einem „No Data“ Ansatz: Wir möchten möglichst keine Daten von Endkunden haben. Das halten wir für die beste Möglichkeit des Datenschutzes.

Beratern und den für die Implementierung nötigen Depotbanken müssen natürlich die gesetzlich vorgeschriebenen Informationen offen gelegt werden. Aber diese sollten der Fehlervermeidung des Anlegers dienen.

Traditionelle Produktanbieter nutzen dagegen Big Data für die *Fremdpersonalisierung*, also die Sammlung von möglichst umfassenden persönlichen Daten von potentiellen Anlegern, um ihnen personalisierte Angebote zusammenstellen.

---

<sup>277</sup> <https://bitcoinist.com/no-such-thing-as-a-free-lunch-robinhood-user-info-sold/>



## Besser selbstpersonalisiert als fremdpersonalisiert

Personalisierte Services aus Verkäufersicht sind dabei im Idealfall intransparent, damit Anleger sie nicht effizient mit Alternativen vergleichen können. Es macht sich dabei besonders gut, wenn ein Produkt auf angeblich zweifelsfreier wissenschaftlicher Basis und mit Hilfe professioneller [Prognosen \(pseudo-\)optimiert](#)<sup>278</sup> und personalisiert wurde. Aber auch Profis können viel falsch machen (siehe [Evidence Based Investment Analyse](#)<sup>279</sup>).

Ich bin der Ansicht, dass Portfolios, die mit Hilfe von guten Tools und unabhängigen Beratern transparent „selbstpersonalisiert“ wurden, für Anleger attraktiver sind.

## STARTUPRADIO-BEITRAG: WEALTH-TECH IST MEHR ALS ROBO-ADVICE (7-2017)

In diesem Interview bei Startupradio.de geht es um Inhalte und Unterschiede von Wealth-Tech und Robo-Advice, um Wealth-Tech Entwicklungen in den USA aber auch um verantwortungsvolle Online-Geldanlagen, bei denen ausnahmsweise Deutschland die Nase vorn hat (s. <https://www.startupradio.de/wealthtech-die-disruptive-innovation-im-vermoegensmanagement-und-investment-bereich/>).

Interessante Quellen dazu sind <http://www.ftpartners.com/wealth-technology-report> und <http://www.investmentnews.com/article/20170719/FREE/170719928/robos-are-offering-sri-so-shouldnt-live-advisers>

## AUSZEICHNUNG FÜR DIVERSIFIKATOR ALS EINES DER 100 INNOVATIVSTEN WEALTHTECH UNTERNEHMEN WELTWEIT (4-2019)

Diversifikator hat von FinTechGlobal eine Auszeichnung als eines der innovativsten 100 Wealthtech Unternehmen weltweit erhalten (siehe <http://www.WealthTech100.com>). Diese Auszeichnung ist aus mehreren Gründen eine besondere Ehre.

### Erste Auszeichnung

Es gibt viele Auszeichnungen für Fintechs, aber Diversifikator hat bisher noch keine erhalten. Vielleicht liegt das daran, dass ich Diversifikator als 80% anders positioniere (siehe [hier](#)).

Das klingt nach Innovation, hat aber auch den Nachteil, dass Diversifikator in kaum eine „Auszeichnungsschublade“ fällt. So ist Diversifikator bewusst kein voll-automatisierter Robo-

---

<sup>278</sup> <http://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/>

<sup>279</sup> <http://prof-soehnholz.com/evidence-based-investment-analysis-new-first-online-trainings-available/>

Advisor, sondern als B2B&C (Business-to-Business-and-to-Consumer) Modellportfolioplattform (siehe [hier](#)) zumindest in Deutschland ziemlich einzigartig.

In Robo-Advisor-Vergleichen wird Diversifikator deshalb nicht berücksichtigt. Und deutsche Modellportfolioplattformvergleiche gibt es meines Wissens noch nicht.

### **Trotz Auszeichnung: Kein Wealthtech Unternehmen im engeren Sinn**

Diversifikator ist auch kein Wealthtech Unternehmen im engeren Sinn (Details zu Wealthtech siehe [hier](#) und [hier](#)), da die Technik vom Partner [QAP Analytic Solutions GmbH](#) entwickelt und betrieben wird. Die Auszeichnung gebührt daher auch QAP.

Und ich habe bisher auch noch keine deutschen Wealthtech-Vergleiche gesehen. Aber sogar manche Fintech-Verzeichnisse nehmen Diversifikator nicht auf und antworten noch nicht einmal, wenn man sie darauf hinweist.

An der schlechten Performance von Portfolios kann es nicht liegen, denn die ist ziemlich gut (aktuell siehe [hier](#) und Auswertung siehe [hier](#)).

### **Breites Angebot und hohe Transparenz mit wenig Personal**

Vielleicht liegt das daran, dass ich Diversifikator bewusst zunächst als Ein-Personen Firma aufgestellt habe.

Trotzdem gelingt es gemeinsam mit einem Partner wie QAP, die auch keine große Firma ist, ein sehr umfassendes Angebot von überwiegend neuartigen Modellportfolios (siehe z.B. [hier](#))

und auch einige innovative „Tools“ (siehe z.B. „Risiko-/Portfoliowahl“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und generell [hier](#)) anzubieten.

Das geht, weil alle Portfolios voll regelbasiert sind.

### **Kaum Key-Person Risiko**

Da alle Regeln, Portfoliobestandteile und die seltenen Änderungen zeitnah transparent gemacht werden, besteht kaum ein Key-Person-Risiko. Dieses Risiko ergibt sich, wenn Kernmitarbeiter einer Firma vorübergehend oder dauerhaft nicht zur Verfügung stehen.

Ausserdem sind alle Portfolios täglich liquide. Deshalb besteht auch kaum ein Risiko für Anleger, sich an Diversifikator zu binden.

Auch Geschäftspartner können problemlos mit Diversifikator kooperieren, da alle Portfolios selbst bei Arbeitsunfähigkeit von mir problemlos durch eine „Fallbacklösung“ fortgeführt werden können.

### **Selbstfinanziert und kein klassisches Marketing**

Möglicherweise liegt die Vernachlässigung auch daran, dass Diversifikator selbstfinanziert ist. Dadurch hat Diversifikator keine werbewirksamen Investoren.

Vielleicht liegt es aber auch daran, dass Diversifikator kein klassisches Marketing betreibt, so werden keine Anzeigen geschaltet oder Vorträge gesponsort.

### **Auszeichnung, obwohl die UX nicht besonders gut ist**

Aber natürlich gibt es auch andere Gründe für die Vernachlässigung. Zum Beispiel, weil die Webseite von Diversifikator nicht nutzerfreundlich genug ist (UX steht für User Experience, wir arbeiten aber an einer Verbesserung). Das führt dazu, dass man etwas Zeit braucht, um sich einzuarbeiten.

Eine einfache Webseite ist aber schwierig zu gestalten, wenn man volle Transparenz bieten und alle Regeln und Annahmen dokumentieren möchte. Inzwischen gibt es erste öffentliche Kritik

auch an Webseiten von angeblich transparenten Robo-Advisors, deren Anlagemodelle und genutzten Daten oft kaum nachvollziehbar sind.

Passive (Index)Anbieter müssen sehr detaillierte Regeln für alle möglichen Fälle auflisten. Aktive Geldanlagemanager dagegen brauchen nur zu behaupten: „Wir sind die besten, vertraue uns“.

### **Weitestgehende Digitalisierung**

Andererseits: Der Ansatz von Diversifikator ist die weitestgehende Digitalisierung.

Davor brauchen traditionelle Berater und Vermögensverwalter keine Angst zu haben, denn Diversifikator verfolgt einen Kooperations- und keinen konfrontativen Ansatz (sogenanntes hybrides Konzept, siehe z.B. [hier](#)).

Hier sind die Details zur Auszeichnung:

### **Tech pioneers transforming global investment industry recognized in inaugural WealthTech 100 list**

The world's most innovative providers of digital solutions having a lasting impact on the wealth and asset management industries have been revealed on this year's WealthTech 100 list.

WealthTech is one of the fastest growing and most important sectors within the FinTech space. Global WealthTech investment increased 5x since 2014 to hit \$4.6bn last year as financial services firms and investors realise the huge impact new digital models are having on the industry. As incumbent institutions grapple with rapid innovation and digital transformation challenges, the WealthTech 100 was produced to identify the 100 innovative companies that every leader in the wealth and asset management industries needs to know about in 2019.

The standout companies were chosen by a panel of industry experts and analysts who reviewed an analysis of over 1,000 WealthTech companies undertaken by FinTech Global, a data and research firm. The solution providers making the final list were recognized for their innovative use of technology to solve a significant industry problem, or to generate cost savings or efficiency improvements across the investment value chain.

A full list of the WealthTech 100 can be found at [www.WealthTech100.com](http://www.WealthTech100.com). More detailed information about the companies is available to download in a research pdf on the website (Quelle: FinTech Global, [www.fintech.global](http://www.fintech.global)).

### **DIVERSIFIKATOR WIEDER UNTER DEN INNOVATIVSTEN WEALTHTECH100 DER WELT (4-2020)**

Ich freue mich sehr, dass Diversifikator zum zweiten Mal in Folge als eines der WealthTech100 ausgezeichnet wurde. Der Dank geht vor allem an Christian Schuster, den Geschäftsführer meines Technik- und Datenpartners QAP Analytic Solutions GmbH.

Erstaunlich: Ausser Diversifikator sind nur noch [Plenitude](#) und [Peaks](#) auf verantwortungsvolle Geldanlagen fokussiert und mit Aixigo, Fincite und Weadvise wurden nur drei andere deutsche Wealthtechs ausgezeichnet.

Hier sind der allgemeine Text der Pressemitteilung der Auszeichnung, der [Link zu meinem detaillierten jetztjährigen Blogbeitrag zur Auszeichnung](#) und die aktualisierte Kurzbeschreibung von Diversifikator:

### **The WealthTech100 for 2020 recognizes the pioneering companies transforming the global investment and banking industries**

The second annual list of the world's most innovative technology solution providers for asset managers, private banks and financial advisors were announced today by FinTech Global, a specialist research firm

The WealthTech industry has seen huge growth over the last four years as new digital services to oversee personal finances, manage institutional investments and provide financial advice became more prominent. Total funding to the sector grew at a CAGR of 40.7% from \$2.8bn in 2016 to over \$7.8bn at the end of last year.

As a result, the competition to be identified as one of the leading 100 WealthTech companies in the world was even fiercer this year. A panel of analysts and industry experts voted from a list of over 1,200 companies produced by FinTech Global. The finalists were recognized for their innovative use of technology to solve a significant industry problem, generate cost savings or efficiency improvements across the investment value chain.

“Established investment firms, private banks and advisors need to be aware of the latest innovation in order to remain competitive in the current market, which is heavily focused on digital distribution and transformation initiatives,” said Richard Sachar, director of FinTech Global. “The WealthTech100 list helps them do just that and identify new business models which will have lasting impact on the industry.”

A full list of the WealthTech100 can be found at [www.WealthTech100.com](http://www.WealthTech100.com). More detailed information about the companies is available to download in a research pdf on the website.

### **Wealthtech 100: Aktualisierte Kurzbeschreibung von Diversifikator**

Diversifikator provides innovative passive multi-asset and responsible investment model portfolios online (B2B&C). All portfolios can be easily customized and implemented anywhere (B2B).

Some of the 16 online portfolios have been the first to market e.g. the ESG ETF-Portfolio (2016), the German Equities ESG, the global Infrastructure Equities ESG and the global Real Estate Equities ESG portfolios (2017). All portfolios can be combined with free „cash“ to create different risk classes.

Offline, Diversifikator offers additional responsible investment model portfolios (B2B). Several portfolios are targeted towards the Sustainable Development Goals (SDG) of the United Nations, e.g. the ETF Impact and direct equity Impact+ESG portfolios.

Diversifikator currently plans a direct ESG indexing platform. Individual investable ESG indices are based on pre-defined passive and PureESG portfolios consisting of max. 400 stocks. With this approach, even retail investors can easily customize their ESG portfolios.

Customization/white labelling will be offered for banks and investment advisors/managers.

## WEALTHTECH FÜR MULTIMILLIONÄRE (2-2018)

Robo-Advisors sind für junge Anleger entwickelt worden. Hauptnutzer sind aber oft über 40jährige Gutverdiener. Inzwischen gibt es Wealthtech (s.a. [Wealthtech-Beitrag<sup>280</sup>](#)) auch für sehr vermögende Anleger (siehe z.B. [www.ownly.de](http://www.ownly.de)). Anbieter solcher Lösungen müssen sehr viele Herausforderungen bewältigen.

### **Komplexe Ausgangslage: Viel Geld, viel Schaff**

Multimillionäre haben ihr Geld oft breit gestreut: Immobilien, Unternehmensbeteiligungen bis hin zu Kunst und Oldtimern und das Ganze auch noch oft kreditfinanziert und international breit gestreut. Bewertungen von solchen Anlagen und auch Steuerthemen können sehr komplex sein. Mit zunehmendem Alter werden zudem Erbschaftsgestaltungen und das Spendenmanagement immer wichtiger.

Multimillionäre kümmern sich meist nicht selbst im Detail um ihr Geld sondern lassen meist mehrere Vermögensverwalter für sich arbeiten. Oft beauftragen sie ihre Steuerberater, für eine Übersicht aller Finanzanlagen zu sorgen. Das erfolgt jedoch systematisch meist nur ein Mal pro Jahr.

Grundsätzlich möchten auch Multimillionäre ihre Anlagen verstehen und sie sind oft sehr kostenbewusst. Sie wissen aber nicht wirklich, wie viel Geld sie bei den jeweiligen Anlagen für fremde Services ausgeben.

### **Steigende Ansprüche durch technische Entwicklung**

---

<sup>280</sup> <http://prof-soehnholz.com/startupradio-beitrag-wealth-tech-ist-mehr-als-robo-advice/>

Auch Millionäre nutzen das Internet und Smartphones. Sie erwarten daher, dass sie jederzeit und überall aussagekräftige Informationen zu ihren Finanzanlagen bekommen können. Dabei möchten sie zum Beispiel gerne wissen, welche Auswirkungen aktuelle und möglicherweise erwartete wirtschaftliche und politische Veränderungen auf ihre Kapitalanlage haben können („Stress-Tests“ und „Szenarioanalysen“). Das ist bisher schwierig.

## **Datenschutz ist wichtiger als Technik**

Das Problem ist nicht die fehlende Technik. Inzwischen gibt es Finanzplanungstools, die auch alternative Anlageklassen umfassen und umfassende Analysen zulassen (siehe Söhnholz, D. (2018): Fintechs für institutionelle Investoren, in Absolut Report Nr. 1, 50-55). Problematisch ist eher das Datenthema: Erstens möchten Multimillionäre nur sehr wenigen Personen einen kompletten Überblick über ihr Vermögen geben. Die Daten müssen zudem sehr sicher gespeichert werden. Datenschutz ist dementsprechend besonders wichtig für sie. Zweitens funktionieren die Tools nur gut, wenn die Anlagen, die erfasst werden, auch ordentlich und zeitnah bewertet werden. Viele illiquide Beteiligungen liefern jedoch oft nur jährliche Werte und auch die müssen oft kritisch hinterfragt werden. Es gibt aber inzwischen Bewertungstools, die illiquide Kapitalanlagen mit liquiden Proxies bewerten, z.B. Private Equity mit Small Cap Indizes und Immobilien mit Immobilienaktien (z.B. [Zusammenhang](#)<sup>281</sup> und aktuell Jorda, Oscar et al.: The Rate of Return on Everything, 1870–2015, Working Paper No. 25, Federal Reserve Bank of San Francisco, November 2017, S. 39: „the long-run levels of unlevered REIT and housing returns are remarkably similar“).

Ausserdem möchten Multimillionäre gerne verlässliche Szenario- und Simulationsrechnungen erhalten. Mit Hilfe von langfristigen Zeitreihen- und Faktoranalysen ist das relativ einfach möglich. Auch solche Tools sind inzwischen erhältlich (siehe z.B. unter "externe Quellen" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und [hier](#)<sup>282</sup>).

Im besten Fall erhalten die Anleger mögliche relevante Veränderungen ihrer Portfolios künftig proaktiv mitgeteilt. Technisch ist auch das kein Problem mehr, sofern die Daten an einer zentralen Stelle aggregiert und zeitnah bewertet und analysiert werden.

## **Regulierung nervt**

Allerdings möchten unterschiedliche Millionäre auch individuell behandelt werden. Manche möchten häufige Informationen und andere eher selten. Was jedoch kaum jemand mag sind regelmässige Befragungen, wie sie von MIFID II vorgeschrieben und jetzt von der EU in Bezug auf Environment, Social und Governance (ESG) Themen geplant sind (s. [EU ESG Regulierung](#)<sup>283</sup>). Hier müssen Vermögensverwalter Wege finden, sich vorausgefüllte Fragebögen effizient bestätigen zu lassen. Noch ärgerlicher aus Millionärssicht sind Aufzeichnungspflichten der Vermögensverwalter. Diese zusätzliche Regulierung könnte dazu

---

<sup>281</sup> <http://prof-soehholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/>

<sup>282</sup> <http://prof-soehholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/>

<sup>283</sup> <http://prof-soehholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/>

führen, dass Millionäre künftig die Zahl der von Ihnen genutzten Vermögensverwalter reduzieren werden.

Verwalter, die ihren Kunden möglichst schnelle, einfache und sichere Services anbieten, werden dabei Vorteile haben.

### **Millionäre sind kostenbewusst**

Millionäre sind oft kostenbewusst. Und das nicht nur, weil viele von Ihnen Unternehmer sind oder waren. Vermögensberater sollten daher gut erklären können, warum sie zum Beispiel teure Hedgefonds oder sogenannte aktive Fondsmanager nutzen statt günstiger (Faktor-)ETFs. Sie müssen erläutern können, warum sie bestimmte Private Equity Fonds selektiert haben, obwohl es tausende von anderen Fonds gibt, die die von anderen Multimillionären gezeichnet werden. Berater müssen künftig auch entweder überzeugende ESG-Angebote haben oder zumindest gut begründen können, warum sie solche Konzepte nicht nutzen.

Und einige Millionäre möchten die Vermögensverwaltungstools selbst Nutzen können um Anlageergebnisse im Detail nachvollziehen können, z.B. mit maßgeschneiderten Benchmarkings ihrer Kapitalanlagen.

### **Berater müssen oft Abrater sein**

Ein weiterer Punkt wird nur selten thematisiert: Vermögende Anleger haben oft Investmentideen, von denen gute Berater ihnen besser abraten sollten. Dazu ist aber umfassendes Wissen nötig. Ich habe auch noch kein Tool oder Wealthtech gesehen, das diese Rolle übernehmen kann oder will.

Sehr gute Berater gehen sogar noch weiter und beraten zum Thema Investmentphilosophie. Diese können meines Erachtens nach den Dimensionen regelbasiert ja/nein und prognosefrei ja/nein unterschieden werden (s. Söhnholz, D. (2013): Systematisierung und Diversifikation von Investmentphilosophien, in Absolut Report Nr. 6, 64-69).

Je nachdem welche Anlagephilosophie zugrunde liegt, sollte es zu unterschiedlichen Produkt- und Serviceangeboten kommen. Wer eine regelbasiert-prognosefreie Investmentphilosophie verfolgt, sollte vor allem passive Produkte und ein regelbasiertes Risikomanagement nutzen und braucht meist nur relativ wenige Informationen über Marktentwicklungen. Wer dagegen diskretionär-prognosebasiert anlegen möchte, muss aktiv nach den jeweils besten Portfolio- und Risikomanagern suchen und möchte meist viel häufiger und detaillierter informiert werden.

### **Robo-Advisors müssen noch viel lernen**

Robo-Advisor Konzepte bieten bisher meist nur stark standardisierte Anlagekonzepte an. Alternative Anlagen sind nur selten dabei und die Assetallokation und das Risikomanagement sind nicht immer modern, wie man daran feststellen kann, dass sich viele Anbieter direkt auf Markowitz berufen oder einen „95% Value at Risk“ als besonders fortschrittlich herausstellen.



Und viele Robo-Advisors sind intransparent: Der Anleger kann nicht wirklich detailliert nachvollziehen, warum ihm welches Portfolio ins Depot gelegt wird.

Die gerühmte User Experience von Robo-Advisors ist vor allem auf Neukundengewinnung angelegt. Das Reporting und Monitoring der Kapitalanlagen ist stark davon abhängig, was die jeweilige Depotbank liefern kann und oft nicht wirklich befriedigend. So fehlen die aus meiner Sicht besonders wichtigen Faktor- und ESG-Analysen fast immer bzw. werden nicht transparent gemacht und sind schon gar nicht individualisierbar.

Es gibt also noch viel zu tun, bis die weiter steigenden Ansprüche von sehr vermögenden Anlegern durch Wealthtech erfüllt werden können.

## FINTECHS FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER (3-2018)

Anfang 2018 ist ein Beitrag vom mir mit dem o.g. Titel im Absolut Report Nr. 1 von 2018 erschienen. Institutionelle Anleger können den kompletten Beitrag direkt beim Verlag anfordern (Details s.u). Hier ist eine Zusammenfassung:

Bisher wird in Zusammenhang mit Fintechs meist über Privatkunden als Nutzer gesprochen. Daneben gibt es sogenannte B2B Fintechs, die sich vor allem an Banken und Vermögensverwalter richten (s. [Blogbeitrag](#)<sup>284</sup>). Nur wenige Fintechs haben explizit institutionelle Kapitalanleger als Haupt-Zielkunden. Aber einige Fintechs, die für private Kunden gegründet wurden, können auch für Institutionelle interessant sein.

### **Anlage- und nicht Tradingfokus**

Die Übersicht umfasst keine Fintechs, die nur kurzfristige Handelsaktivitäten bzw. Trading unterstützen. Die meisten der aufgeführten Firmen fokussieren auf einen besseren Zugang zu illiquiden bzw. intransparenten Kapitalanlagen, also nicht börsennotierten Aktien und Anleihen/Krediten, Immobilien, Private Equity und Hedge Fonds. Etliche weitere der Fintechs liefern interessante Rohdaten oder Datenanalysen für institutionelle Kapitalanleger. Einige bieten zudem Analyse- und Administrationstools bzw. -Services an.

### **Fintech-Definition**

Der Beitrag startet mit einer Definition von Fintechs, da die Abgrenzung gegenüber traditionellen Anbietern nicht immer ganz einfach ist. Neben den Kriterien Finanz- und IT-Fokus sollten die Services online angeboten werden und die Liste umfasst fasst nur konzernunabhängige Startups, wobei die ersten aus dem Jahr 1997 stammen, die Mehrzahl jedoch nach 2010 gegründet wurde.

### **Alle Anlageklassen, aber nur wenige deutschsprachige Anbieter**

---

<sup>284</sup> <http://prof-soehnholz.com/robo-advisors-sind-auch-fuer-vermoegensverwalter-interessant/>

Die Liste enthält zur Zeit nur 9 deutsche und 7 Schweizer Anbieter, alle anderen kommen aus anderen Ländern, vor allem den USA. Dabei werden alle Anlageklassen abgedeckt, wobei der Fokus auf Aktien und Beteiligungen, Anleihen und Hedgefonds liegt.

### **Mehr und günstigeres Angebot aber kaum neue Produkte**

Die Fintechs können dazu beitragen, mehr und günstiger Daten, Research und Tools zu liefern und den Zugang zu kleinteiligen und intransparenten Investments (EK und FK von kleinen Unternehmen sowie anderen Private Placement Produkten) effizienter zu ermöglichen. Kaum einer der Anbieter liefert jedoch komplett neue Daten, Tools oder Produkte. Ausnahmen sind Tradingalgorithmen als Hedgefondersatz und einige neue ESG (Environment, Social, Governance) Angebote.

### **Anforderungsdetails:**

Institutionelle Investoren können den Absolut|report 01/2018 als kostenloses Leseexemplar anfordern. Weitere Informationen erhalten sie auch über [soehnholz@diversifikator.com](mailto:soehnholz@diversifikator.com). Als institutionelle Investoren qualifizieren sich nur Unternehmen, die ausschließlich für eigene Zwecke investieren und die keine Produkte im institutionellen Asset Management anbieten. Andere Interessenten erhalten bei Absolut Research Informationen zu dem Jahresabonnement.

Ihre Anfrage bitte mit detaillierten Kontaktinformationen senden oder faxen an:

[info@absolut-research.de](mailto:info@absolut-research.de) (Fax 0049 (0)40 303779-15)

## **ÜBER 70 INTERESSANTE FINTECHS FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER (7-2020)**

Anfang 2018 habe ich „Fintechs für institutionelle Investoren“ für den [Absolut Report](#) geschrieben (Zusammenfassung siehe <https://prof-soehnholz.com/fintechs-fuer-institutionelle-anleger/> und <https://prof-soehnholz.com/liste-mit-ueber-50-fintechs-fuer-institutionelle-kapitalanleger/>). Hier folgt eine aktualisierte Übersicht:

Ich verwende dabei eine weite Fintechdefinition, um eine möglichst attraktive Liste von Fintechs für (semi)institutionelle Anleger und auch Assetmanager zusammenzustellen. Dabei werden Unternehmen mit (vermutet) überwiegenden Onlineservices aufgeführt, die für (semi)institutionelle Kapitalanleger interessant sein könnten, also auch für kleine Stiftungen oder Family Offices. Ich nehme dabei auch ursprünglich als „Offline-Anbieter“ gegründete Unternehmen auf aber keine reinen Business-to-Business Anbieter mehr.

Außerdem werden nur Unternehmen in die Liste aufgenommen, die langfristige Kapitalanlagen unterstützen können, also keine nur auf kurzfristiges Trading fokussierten Fintechs. Anbieter sogenannter Kryptowährungen werden nicht berücksichtigt, da es sich dabei meist nicht um Währungen, sondern eher um elektronische Gutscheinsysteme mit spekulativem bzw. Tradingfokus handelt.

Aus Deutschland sind nach 12 Unternehmen in 2018 jetzt 14 Unternehmen aufgeführt. 2018 waren 7 Unternehmen aus der Schweiz dabei und aktuell sind es 16. Die relativ geringe Steigerung der Anzahl deutscher Unternehmen ist unter anderem auf eine restriktivere Definition relevanter Fintechs zurückzuführen.

Zu beachten ist, dass nicht alle Services internationaler Anbieter ohne Weiteres für Anleger anderer Nationalitäten zugänglich sind. Da ich die Services der Unternehmen bis auf wenige Ausnahmen nicht getestet habe, kann ich zu Qualität und Kosten/Nutzen der Services keine Aussagen machen.

Hier ist die Liste: <https://prof-soehnholz.com/wp-content/uploads/200703-Institutionelle-Fintechs-Quelle-Diversifikator.pdf>

## TOLLE KOSTENLOSE DATEN UND TOOLS FÜR ANLEGER UND BERATER (10-2017)

Welche Internetseite für wen am wichtigsten ist, muss jeder selbst beurteilen. Die weiter unten genannten Seiten sind aber für alle interessant, die sich mit dem Thema Asset Allokation auf verschiedene Anlageklassen beschäftigen und dafür Daten und Tools suchen, die kostenlos zur Verfügung stehen. Kostenlos muss aber nicht schlecht heißen. Manche der Daten und Tools sind besser als vieles, was ich bisher bei Profis gesehen habe.

### **Kostenlose Daten ab 1871**

Zunächst zu den Datenseiten. Wer viele und vor allem auch viele volkswirtschaftliche Daten sucht, ist bei der Federal Reserve Bank von St. Louis richtig. Sie wirbt mit über 500.000 internationalen Datenserien aus über 80 externen Quellen. Ich selbst arbeite allerdings nicht mit diesen Daten, weil ich sie für meinen prognosefreien Small-Data Ansatz nicht benötige. Volkswirtschaftliche Daten sind zwar interessant, aber sie haben mir bisher kaum bei der Assetallokation geholfen. So ist schon die Prognose von zentralen Daten wie Zinsen, Wechselkursen und Ölpreisen schwierig. Beispielsweise werden seit sehr vielen Jahren steigende Zinsen prognostiziert, ohne dass diese bisher in nennenswertem Umfang gestiegen sind. Selbst wenn eine Datenprognose gelingen würde, gibt es kaum eindeutige Auswirkungen von einzelnen Datenänderungen auf Wertpapierpreise. Wertpapierkurse hängen von vielen Faktoren ab, von denen sehr viele schwer zu prognostizieren sind.

Meiner Ansicht nach sind Wertpapierpreisdaten aber hilfreich, um Verlustrisiken zu schätzen. Daher finde ich die Zeitreihen des Nobelpreisträgers Robert Shiller besonders interessant. Auf seiner Internetseite hat er für die USA monatliche Daten seit 1871 zusammengestellt und gibt neben Aktienkursen auch Unternehmensgewinne, Dividenden, Zinsen, Inflation und jährliche Hauspreise an.

Für die Analyse von Renditen von Aktien und Anleihen und Risikoprämien sind die jährlichen Daten von Aswath Damodar hilfreich, die ab 1928 zur Verfügung stehen.

Wer sich für die Performance von Faktoren wie Value und Small Cap interessiert, sollte die monatliche Faktorzeitreihe von Kenneth French nutzen, die ab 1920 zur Verfügung steht. Aber auch mit Hilfe dieser Quelle halte ich gute Risikoprämien- oder Faktorperformance-Prognosen für überaus schwierig.

### **Kostenlose Analysetools, die auch für Profis geeignet sind**

Gute Daten alleine reichen den meisten Profis nicht, um gute Portfolios zu beurteilen oder gar zu entwickeln. Dazu braucht man auch "Werkzeuge", sogenannte Tools.

Selbst für Profis ist es oft schwer, Multi-Asset Portfolios in unterschiedlichen Perioden zu beurteilen. Dazu ist der "Portfoliovisualizer" besonders gut geeignet. Damit können nicht nur Asset-Allokations-Backtests gemacht werden, sondern zum Beispiel auch unterschiedliche Rebalanzierungs- und Markttimingvarianten getestet werden. Der Portfoliovisualizer eignet sich auch für die Erstellung klassischer Optimierungen und sogar für Simulationen und Faktoranalysen. Nachteil aus deutscher Sicht ist der Fokus auf US-Anlageinstrumente und den US Dollar.

"Portfoliocharts" macht sehr gute grafische Analysen der Vergangenheitsperformances zahlreicher Anlageportfolios, z.B. eines sogenannten (David) "Swensen" Portfolios oder eines "Ivy" Portfolios, das große US Universitätsstiftungsanlagen nachbilden soll. Sehr anschaulich sind zum Beispiel die "Drawdown"-Charts. Besonders attraktiv finde ich die Heatmaps, mit denen man Anlegern sehr gut die Vorteile langfristiger Anlagen zeigen kann.

Wer anstatt mit US-amerikanischen und nicht immer völlig transparenten fremden Tools lieber mit transparenten Formeln bzw. Tabellenkalkulationen direkt arbeitet, sollte sich die Tools von Auer/Seitz ansehen. Diese sind gut für klassische Portfoliooptimierungen aber auch Value-at-Risk-Berechnungen geeignet und verfügen neben Derivate- und Anleihetools auch über einen Zufallsgenerator.

Für eigene Musterportfolios mit in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen Wertpapieren kann man sehr gut die Tools auf [www.morningstar.de](http://www.morningstar.de) nutzen.

Damit stehen Kapitalanlegern und ihren Beratern viele gute Daten und Tools zur Verfügung, mit denen sie Aussagen von Produktanbietern kritisch prüfen bzw. hinterfragen können.

Die Links zu den hier genannten Datenquellen und Tools findet man auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) über das "Detailmenu" unter dem Punkt „Detaildokumente/Publikationen/Infoquellen“.

## **ROBO-TOOLS: WAS BEIM KAUF ZU BEACHTEN IST (3-2018)**

Robo-Advisor Technologie für die Geldanlage wird immer mehr zur Commodity. Schon in 2015, bei der Gründungsvorbereitung für Diversifikator, gab es in den USA kostenlose Robo-

Advisor Shareware (s. z.B. wealthbot.io und diesen Blogbeitrag<sup>285</sup>). Inzwischen gibt es auch in Deutschland mehrere kommerzielle Anbieter. Es ist davon auszugehen, dass immer mehr Banken, Assetmanager und andere Vermögensverwalter und auch Fondsvermittler künftig Robo-Tools nutzen werden.

### **Unterschiedliche Gruppen von Anbietern**

Neben "B2B" Robospezialisten mit professionellen Zielkunden wie Fincite, Elinvar und Weadvise gibt es schon etwas länger am Markt etablierte Softwareanbieter wie aixigo (eigener Robo-Advisor siehe investify.com) und niiiio (www.niiiio.de; der eigene Robo unter www.niiiio.com), die auch solche Services anbieten.

Hinzu kommen Robo-Advisors wie Ginmon, Growney, Investify, Scalable, United Signals, Vaamo, Whitebox und andere, die ihre ursprünglich reinen B2C (Endkundenorientierte) Plattformen auch anderen Anbietern in White Label Lösung anbieten (zu weiteren Anbietern siehe z.B. die Digital Wealth Präsentation von micobo vom 13.12.2017 im Frankfurter Fintech Quartier).

Seit einiger Zeit bieten auch die sogenannten Pools bzw. Haftungsdächer Robo-Services bzw. Robo-Software an. Als weitere Gruppe kommen Depotbanken wie ebase mit Fintego und z.B. die DWS mit Wise und Union Investment mit MeinInvest hinzu. Auch Datenspezialisten wie vwd sind inzwischen auf der Angebotsseite zu finden.

### **Vier bis sieben Standard Robo-Tools**

Dabei gibt es zahlreiche Gemeinsamkeiten aber auch Unterschiede in den Angeboten und viele Besonderheiten, auf die Interessenten achten sollten.

Fincite aus Mühlheim an der Ruhr, einer der B2B Pioniere in dem Markt, und Aixigo bieten Robo-Tools für 4 Bereiche an: Bei Fincite heißen sie „Analyse“ für die Kundenanalyse, „Allocate“ für die Assetallokation und Produktselektion, „Manage“ für die Orderausführung und „Interact“ und „Connect“ für Portfolioanalyse und Reporting. Aixigo nimmt eine ähnliche Aufteilung vor: „Profile“ für die Kundenanalyse und „Onboard“ für die Depotöffnung, „Compose“ für die Assetallokation und Produktselektion, „Manage“ für die Orderausführung und „Analyse“, „Monitor“ und „Report“ für Portfolioanalyse und Reporting. Ähnlich ist es bei Elinvar mit "Portal", "Onboarding", "Investmentmanagement", "Bank- und Ordermanagement" und "Kommunikation und Reporting".

Dazu kommt bei Fincite noch „Save“ für Sparprogramme und „Discuss“ bei aixigo für die Interaktion zwischen Anbieter und Kunde.

### **Unterschiedliche Anforderungen von Neu- und Bestandskunden**

Natürlich unterscheiden sich die Angebote in vielerlei Hinsicht, z.B. in Bezug auf die User Experience und die dahinter liegende Technik. Dabei sind einige Dinge zu beachten: Zunächst

---

<sup>285</sup> <http://prof-soehnholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/>

muss man zwischen Neukunden und Bestandskunden unterscheiden. Um Neukunden zu gewinnen, darf man Interessenten vor allem bei der Kundenanalyse und dem technischen Onboarding nicht verlieren. Bei diesen Prozessschritten gibt es oft relativ viele Abbrecher, so dass ein sehr guter Kundensupport des Modulnutzers in dieser Phase sehr wichtig ist. Die Technik der Online-Legitimation und auch der Depotöffnung ist dagegen inzwischen schon „Commodity“.

Diese Robo-Tools werden aber nur für Neuanleger (Legitimation) bzw. zur jährlichen Risikoüberprüfung genutzt, andere Tools können häufiger genutzt werden und sind eher zur Differenzierung geeignet.

### **Risikoanalyse meist anhand von Volatilitäts- und nicht Verlusttoleranz**

Die Erfüllung regulatorischer Mindestanforderungen bei der Analyse bzw. Klassifikation von Interessenten ist selbstverständlich. Darüber hinausgehende Fragen an Interessenten verlängern den Prozess und werden daher aus UX (User Experience) Gründen kritisch gesehen. Zusatzinformationen abzufragen ist zudem nur sinnvoll, wenn diese Informationen im weiteren Prozess auch genutzt werden. Das scheint nicht immer der Fall zu sein.

Fast alle Standard-Softwareangebote bestimmen die Risikotragfähigkeit von Anlegern dabei anhand von Schwankungstoleranzen (Volatilitätstoleranz) und die angeblich idealen Portfolios anhand von deren historischen Schwankungsdaten. Für Anleger sind aber die möglichen Verluste mit Kapitalanlagen relevanter als ihre Schwankungen. Außerdem sind Anleihen in den letzten Jahrzehnten meist nur sehr wenig volatil gewesen bzw. haben gute Renditen gehabt, was sich aber künftig leicht ändern kann, so dass ein reiner Bezug auf Vergangenheitsdaten kritisch sein kann. Zudem können unterschiedliche genutzte Zeiträume zu sehr unterschiedlichen Resultaten kommen, z.B. je nachdem, ob das Krisenjahr 2008 berücksichtigt wurde oder nicht (siehe z.B. diesen Blogbeitrag<sup>286</sup> und auch den „Pseudo-Optimierer“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) zu den starken Sensitivitäten klassischer Optimierungen oder diesen Blogbeitrag<sup>287</sup>).

### **Meist einfache Allokationen aus Aktien und "risikoarmen" Anleihen**

Auch bei der Assetallokation sind oft nicht so viele Unterschiede zu finden: Anleihen werden als weitgehende risikolos angesehen und Aktien sind für die Rendite zuständig. Je nach Anzahl der gewünschten Risikoprofile werden Mischungen von 20 Prozent Aktien bis zu 100 Prozent Aktien angeboten. Manchmal findet man noch Rohstoff-Future-Produkte in den Portfolios und Immobilienaktien. Es gibt nur wenige Ausnahmen. So nutzt Liquid auch klassische alternative Anlagen, das aber erst ab relativ hohen Mindestinvestments.

Manche Robo-Advisors bieten inzwischen auch Themenportfolios an.

### **Meist werden nur liquide replizierende ETFs genutzt**

---

<sup>286</sup> <http://prof-soehnholz.com/schwankungen-sind-tolerierbar-intransparenz-nicht/>

<sup>287</sup> <http://prof-soehnholz.com/no-data-und-small-data-verschlechtern-die-anlageperformance/>

Auch bei der Produktselektion gab es zunächst kaum Unterschiede. Meistens wird nur auf ETFs zurückgegriffen. Die ETFs sollen meistens replizierend ("Derivatefrei") und nicht synthetisch sein und möglichst kostengünstig und liquide, dabei handeln einige Anbieter kaum und ETF-Liquidität müsste daher nicht so wichtig für sie sein. Auf Risiken von Wertpapierleihen von ETFs, die nicht so häufig kritisiert wurden wie Derivatennutzung, wird manchmal dagegen nur im "Kleingedruckten" hingewiesen.

Inzwischen gibt es einige - zumeist "abhängige" Robo-Advisors, die auch aktive Fonds berücksichtigen. Das führt zu relativ teuren Portfolios.

Zunehmend kommen auch Robo-Advisors an den Markt, die „aktiv“ einzelne Aktien selektieren und zu Portfolios kombinieren. Die Portfolios werden oft "aktiv" gemanagt, was ebenfalls typischerweise zu relativ hohen Gebühren führt.

### **Auf die effiziente Orderausführung achten**

Offenbar ist eine effiziente Order-Umsetzung nicht so einfach. Aktueller Marktführer in Bezug auf Robo-Kooperationspartner und durch die Zusammenarbeit mit Scalable wohl auch in Bezug auf die Assets under Management ist die Baader Bank. Mit einigem Abstand folgen die DAB und ebase. Auch die Sutor Bank, die FFB und die ING-DiBa haben konzernunabhängige Robo-Advisors als Kunden. Andere Onlinebanken, Retail-Depotbanken und sogenannte Vermögensverwalter-Banken sind bisher dagegen öffentlich noch kaum in Erscheinung getreten. Aber sie arbeiten an den Themen, wie zum Beispiel diverse Vorträge auf dem Fondskongress in Mannheim vom Januar zeigen.

Zu den Orderingtools zählen auch sogenannte Rebalanzierungstools. Je nach Konzept werden Robo-Portfolios unterschiedlich oft rebalanziert. Der „Aktivitätsindex“ von [brokervergleich.de](http://brokervergleich.de) für Februar 2017 bis Januar 2018 zeigt, wie oft es in den Depots zu Umschichtungen kommt: „Während GINMON bisher keinen einzigen Kauf beziehungsweise Verkauf tätigte, sind zum Beispiel Whitebox und Scalable Capital zeitweise sehr aktiv“ heißt es dort.

Besonders bei vielen Umschichtungen braucht man eine gut funktionierende Rebalanzierungssoftware und für kleine Anlagevermögen auch die Möglichkeit, "Bruchteile" von ETFs bzw. Aktien umzusetzen, denn die mit Rebalanzierungen verbundenen Transaktionskosten können für Anleger oder Anbieter sehr hoch sein, wenn die Depotbank keine effiziente Umsetzungsmöglichkeit bietet.

Einige der Depotbanken haben (noch) keine effizienten standardisierten Vermögensverwaltungsprozesse und manche wickeln nur Fonds und keine Einzelwertpapierportfolios ab.

In den USA wird von Robo-Advisors auch noch Tax Loss Harvesting angeboten. Steuerinduzierte Verkäufe bzw. Käufe von Portfoliobestandteilen sind jedoch in Deutschland aktuell nicht attraktiv.

### **Defizite bei Analyse- und Reportingtools**

Portfolioanalyse- und Reportingtools hänge stark davon ab, was die jeweilige Depotbank an Daten liefern kann. In Bezug auf adäquate Benchmarks und Peergroups aber auch einfache Faktoranalysen ist hier offenbar noch Einiges zu tun. Nur wenige Robo-Advisors liefern genug gute Informationen, Daten und Tools, um intensive Analysen vor einer Investition zu ermöglichen. In kaum einem Fall können Endanleger die Assetallokationen und Wertpapierselektionen sowie das Risikomanagement vorab ordentlich prüfen.

In Bezug auf Kommunikationstools gibt es heute dagegen schon sehr kostengünstige Lösungen für Onlinechats. Gute Standard-Chatbots habe ich dagegen noch nicht gesehen. Aber das wird sicher noch kommen.

### **Die Wahl der richtigen Partner ist sehr wichtig**

Wenn man einen "eigenen" Robo-Advisor entwickelt, steht die Definition der Vertriebsstrategie an erster Stelle (s. z.B. diesen Blogbeitrag<sup>288</sup>). Erst danach sollte die Definition der Anlagestrategie und anschließend die Selektion der Depotbank folgen. Der Robo-Software-Lieferant und die passenden Robo-Tools können zuletzt ausgewählt werden. Wenn man keine eigenen Ressourcen für ein solches Projekt hat, sollte man einen Unternehmensberater mit einschlägiger Erfahrung dafür engagieren.

Wenn man einen eigenen Robo-Advisor möglichst schnell implementieren möchte, sollte man sich einen Robo-Partner suchen, der schon erfolgreich mit der gewünschten Depotbank zusammenarbeitet.

Auch die Frage, wie lange die Partner am Markt bleiben werden und wie sie ihre Software weiter entwickeln werden, ist von entscheidender Bedeutung. Diesbezüglich haben etablierte und größere Anbieter sicher Vorteile gegenüber neuen Wettbewerbern, die dafür vielleicht mit niedrigen Kosten und höherer Flexibilität punkten können.

Außerdem sollte man darauf achten, inwieweit die Kooperationspartner mit eigenen Lösungen mit einem selbst im Wettbewerb stehen. Dabei ist der Schutz der Endkundendaten besonders wichtig.

Lizenzen können ein weiteres Selektionskriterien sein. So sind Anbieter ohne Vermögensverwaltungslizenz darauf angewiesen, mit Partnern zu kooperieren, die sie unter ihr Haftungsdach nehmen. Das kann auch die Depotbank übernehmen.

Hinweis: Mein Unternehmen Diversifikator entwickelt innovative und besonders online geeignete "most passive" und "Pure ESG" Portfolios für Partner (B2B-Ansatz). Diversifikator arbeitet - je nach Kundenanforderung - mit unterschiedlichen Beratern, Softwareanbietern und Depotbanken zusammen (offene Plattform).

---

<sup>288</sup> <http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/>



## LISTE MIT ÜBER 50 FINTECHS FÜR INSTITUTIONELLE KAPITALANLEGER (4-2018)

Vor Kurzem durfte ich einen Beitrag zu „Fintechs für institutionelle Investoren“ im Absolut Report veröffentlichen (Zusammenfassung siehe hier<sup>289</sup>). Aufgrund positiver Resonanz zu dem Beitrag habe ich mich entschlossen, die Analyse hier fortzuschreiben.

Für die Liste dehne ich strenge Fintechdefinition etwas, um eine möglichst attraktive Liste von Fintechs für (semi)institutionelle Anleger und auch Assetmanager zusammenzustellen. Dabei werden Unternehmen mit überwiegenden Onlineservices aufgeführt, die für (semi)institutionelle Kapitalanleger, also auch kleine Stiftungen oder Family Offices, interessant sein könnten. Das gilt auch, wenn sie primär auf Business-to-Business oder Privatkundengeschäfte ausgerichtet sind oder ursprünglich als "Offline-Anbieter" gegründet wurden und jetzt überwiegend Online-Services anbieten aber älter sind als typischerweise junge Fintechs. Anbieter von klassischer Software werden nicht aufgenommen es sei denn es handelt sich z.B. um Anbieter von Online-Risikomanagementtools oder auch B2B Robo-Advisor.

Es werden nur Unternehmen in die Liste aufgenommen, welche die langfristigen Kapitalanlage unterstützen können, aber keine auf kurzfristiges Trading fokussierten Fintechs. Ausnahme sind Unternehmen die z.B. Algorithmen anbieten, die als eine Art Hedgefondsersatz angesehen können. Anbieter sogenannter Kryptowährungen werden nicht berücksichtigt, da es sich dabei meist nicht um Währungen sondern eher um elektronische Gutscheinsysteme mit spekulativem bzw. Tradingfokus handelt.

Aus Deutschland sind die folgenden Unternehmen zum Start der Liste dabei: Absolut Research, Ariva, Auxmoney, Crosslend, Diversifikator, Exporo, Firamis, Immorocks, JustETF, Placement-Board, QPLIX und United Signals. Aus der Schweiz sind zum Start Carbon Delta, Dealmarket, Fundbase, Investory, Partners for Sustainability, The Screener und WealthInitiative aufgeführt. Allerdings sind nicht alle Services der internationalen Anbieter ohne Weiteres auch für deutsche Anleger zugänglich.

Da ich die Services der Unternehmen bis auf wenige Ausnahmen nicht getestet habe, kann ich zu Kosten/Nutzen und Qualität der Services leider keine Aussagen machen.

Ich würde mich freuen, wenn sich Unternehmen, die ich übersehen habe, zur Aufnahme in die Liste bei mir melden würden. Auch Hinweise zu Ergänzungen in Bezug auf die aufgeführten Schwerpunktaktivitäten und andere Verbesserungen nehme ich für künftige Versionen natürlich gerne auf.

Institutionen, die ausschließlich für eigene Zwecke investieren und die keine Assetmanagement-Produkte anbieten, können den o.g. Beitrag aus dem Absolutreport 01/2018 als kostenloses Leseexemplar anfordern. Andere Interessenten erhalten bei Absolut Research

---

<sup>289</sup> <http://prof-soehnholz.com/fintechs-fuer-institutionelle-anleger/>

Informationen zu dem Jahresabonnement: Kontakt: info@absolut-research.de (Fax 0049 (0)40 303779-15).

Die aktuelle „Liste mit über 50 Fintechs für institutionelle Kapitalanleger“ findet man auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)<sup>290</sup>.

Meines Wissens gibt es bisher keine vergleichbare Liste im deutschsprachigen Raum.

## SIND MACHINE LEARNING UND BIG DATA SCHLECHT FÜR KAPITALANLEGER? (1-2018)

„Maschinelles Lernen ist ein Oberbegriff für die „künstliche“ Generierung von Wissen aus Erfahrung: Ein künstliches System lernt aus Beispielen und kann diese nach Beendigung der Lernphase verallgemeinern. .... Das Thema ist eng verwandt mit .... „Data-Mining“ (Wikipedia, 19.11.2017). Unter Data-Mining „versteht man die systematische Anwendung statistischer Methoden auf große Datenbestände (insbesondere "Big Data" bzw. Massendaten) mit dem Ziel, neue Querverbindungen und Trends zu erkennen.“ (Wikipedia, 19.11.2017).

Während sich maschinelles Lernen zunächst gut anhört, wird „Data-Mining“ von unabhängigen Finanzexperten schon lange stark kritisiert. Mit meiner Firma [Diversifikator](#) verfolge ich bewußt einen möglichst einfachen Ansatz, der ohne (No Data) bzw. mit wenig (Small Data) Daten auskommt (s. auch [Evidenzbasierung](#)<sup>291</sup> und [Researchbasierung](#)<sup>292</sup>).

### **In effizienten Kapitalmärkten bringt Big Data keine Vorteile**

Es gibt mehrere mögliche Argumentationslinien: Wenn man von der vollkommenen Effizienz der Kapitalmärkte überzeugt ist, heißt das, dass die Kapitalmärkte jederzeit alle verfügbaren Informationen widerspiegeln. Ein Informationsvorsprung durch mehr oder andere Daten (Data-Mining) oder bessere Auswertungen der Daten (Machine Learning) wird nach dieser Theorie sofort bzw. - bei der abgeschwächten Markteffizienz-Annahme - kurzfristig von anderen Marktteilnehmern eingeholt, so dass man damit keine oder nur sehr kurzfristige finanzielle Vorteile erhält. Investitionen in Daten oder maschinelles Lernen lohnen sich so nur für sehr wenige Anleger und "Small Data" schadet nicht.

Wenn der Kapitalmarkt nicht effizient wäre, sollte es Finanzprodukte bzw. Portfoliomanager geben, die den Markt dauerhaft schlagen. Das war aber in der Vergangenheit nicht der Fall bzw. wenn es solche Manager bzw. Produkte gab, konnten sie nicht systematisch vorab identifiziert werden. Wenn es mal einem Manager gelang, jahrelang bessere Performance als eine adäquate passive Benchmark zu erwirtschaften, war das statistisch zu erwarten, also Zufall.

Trotzdem gibt es offenbar zunehmend mehr Anhänger von Big Data im Finanzsektor. Dabei ist Data-Mining nicht grundsätzlich neu, wie man z.B. bei einigen großen Hedgefondsanbietern

<sup>290</sup> <http://prof-soehnholz.com/liste-mit-ueber-50-fintechs-fuer-institutionelle-kapitalanleger/>

<sup>291</sup> <http://prof-soehnholz.com/konzeptionell-regelbasierte-small-data-portfolios-statt-evidence-based-investing/>

<sup>292</sup> <http://prof-soehnholz.com/was-ein-robo-advisor-aus-aktuellem-research-lernen-kann/>

feststellen kann, sondern kann mit heutigen Computerkapazitäten und verfügbaren Daten nur effizienter durchgeführt werden als früher. In der Vergangenheit war Data-Mining aber offenbar keine besonders erfolgreiche Geldanlagestrategie. Denn wenn Data-Mining in der Vergangenheit erfolgreich gewesen wäre, hätten viel mehr Finanzprodukte Überrenditen erbringen müssen (Nachtrag: siehe dazu auch Marcos Lopez de Prado: Top 10 Reasons Most Machine Learning Funds Fail, Computational Research Division, Lawrence Berkeley National Laboratory, Arbeitspapier vom 27.1.2018).

Sogenannte (oft Data-Mining basierte) Backtests mit sehr guten Rückrechnungsergebnissen sind relativ einfach zu produzieren. Inzwischen gibt es einen ganzen Zoo von Faktoren, mit denen man angeblich Outperformance genießen kann. Viele der Tiere im Zoo wurden mit Hilfe von Data-Mining identifiziert. Finanzprodukte mit guten Backtests zeigen jedoch sehr häufig relativ schlechte Performance, nachdem man sie tatsächlich am Markt kaufen kann. Das kann man z.B. aktuell an zahlreichen sogenannten Smart-Beta ETFs sehen (s.a. [Faktorinvestments](#)<sup>293</sup>).

Eines der Grundprobleme ist, dass Portfoliomanager für ihre Modelle neben guten Vergangenheitsdaten oft auch zahlreiche gute Prognosen benötigen, zum Beispiel Prognosen über Faktorentwicklungen. Finanzprognosen sind aber besonders schwierig („vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen“, unbekannter Verfasser). So reicht es meist nicht, wenn die gute Performance attraktiver Faktoren der Vergangenheit einfach fortgeschrieben wird.

Man kann natürlich argumentieren, dass die EDV-Fortschritte erst jetzt so groß sind, dass maschinelles Lernen und Big Data künftig zu besseren Ergebnissen führen werden. Das wäre allerdings noch zu zeigen. Ich bleibe skeptisch.

### **Passive günstige "small data" Anlagen sind besser als aktive Anlagen**

Eher scheint das Gegenteil zuzutreffen: Einfache "Small Data" Geldanlagen scheinen komplexen "big data" Geldanlagen überlegen zu sein. Das sieht man nicht nur an den Vergleichen von aktiven (eher "Big Data") mit passiven (eher "Small Data") Geldanlagen. Dabei kann man noch argumentieren, dass die passiven nur besser abschneiden, weil sie mit weniger Kosten verbunden sind. Aber auch nach Bereinigung um die höheren Kosten sind aktive Manager meist nicht besser als passive.

Es gibt weitere Indikationen dafür, dass einfache Geldanlagen besser sind als komplexe. So erweist sich eine naive Allokation auf Anlageklassen, z.B. die 50/50 Aufteilung auf Aktien und Anleihen, oft als mindestens ebenso gut wie komplexere Allokationen.

Auch innerhalb der Anlageklassen kann man zeigen, dass Gleichgewichtungen von Aktien anderen Gewichtungsmethoden sehr oft überlegen sind ([Gleichgewichtung](#))<sup>294</sup>. Zudem kann man meist feststellen, dass Portfolios mit relativ seltenen Anpassungen sogar unabhängig von

---

<sup>293</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

<sup>294</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

den teilweise sehr hohen Kosten häufiger Umschichtungen kaum schlechtere Ergebnisse bringen als Portfolios mit häufigeren Umschichtungen, selbst wenn diese durch noch so ausgearbeitete quantitative Risikomanagementsysteme veranlasst werden (siehe z.B. Rebalanzierungen/Sparpläne und Dokument [Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen](#)<sup>295</sup> auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Hinzu kommt, dass viele der aktiven und/oder quantitativen Fonds in Bezug auf genutzte Daten und Modelle sogenannte Black Boxes sind, die selbst für professionelle Fondsanalysten kaum nachvollziehbar sind. Einfache Ansätze sind naturgemäß transparenter.

Und den zahlreichen benchmarkorientierten institutionellen Anlegern bringt Big Data und Machine Learning auch nicht viel, da sie sowieso nur möglichst wenig von ihren Benchmarks abweichen dürfen.

Geldanlagemanager sollten daher nicht dazu gezwungen werden, möglichst viele Daten zu verarbeiten. Ein solcher Druck kann von der Aufsicht kommen oder von anderen sogenannten Stakeholdern.

Den Konflikt möchte ich an einem konkreten Beispiel verdeutlichen: So kann man argumentieren, dass z.B. verantwortungsvolle ESG-Portfolios (Environment, Social, Governance) sehr zeitnah Informationen zu möglichen Problemen ("Controversies") eines Unternehmens in einem dieser Bereiche umsetzen sollten. Damit müssen „News“ über alle Unternehmen sehr zeitnah verfolgt werden und es muss abgeschätzt werden, wie stark die möglichen Auswirkungen von News auf die E, S und G Dimensionen für das jeweilige Unternehmen wirken.

Inzwischen gibt es professionelle Anbieter, die solche Services teilweise sogar zu erträglichen Preisen verkaufen. Durch die Nutzung solcher Daten kommt es typischerweise zu Umschichtungen in Portfolios, die mit teilweise erheblichen Kosten verbunden sind. Wir konnten bisher nicht feststellen, dass die Nutzung solcher Informationen zu besseren Anlageergebnissen führt. Das liegt aber vielleicht auch daran, dass unsere Vorabselektion der Aktien hohe Anforderungen an die ESG Kriterien stellt.

### **Gut für Anbieter: Einfachere Compliance und Vermarktung mit Big Data**

Auch die ESG-Portfolios von Diversifikator sind daher sehr einfach und vor allem transaktionsarm bzw. kostengünstig gehalten (siehe [Konzeptionell-regelbasierte Portfolios](#)<sup>296</sup>). Aber institutionellen Anlegern werden Zusatzservices angeboten, so dass neue Entwicklungen bei Bedarf auch schnell umgesetzt werden können. So hilft „Big Data“ (Newsidentifikation) und Machine Learning (automatisierte Berechnung der möglichen Newsauswirkungen auf die E, S, G Qualität eines Unternehmens) in diesem Fall zwar nicht unbedingt dabei bessere

---

<sup>295</sup> <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Diversifikator%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf>

<sup>296</sup> <http://prof-soehnholz.com/konzeptionell-regelbasierte-small-data-portfolios-statt-evidence-based-investing/>

Anlageergebnisse zu erreichen, aber interne (Compliance) und externe Anforderungen sind leichter zu erfüllen.

Weitere positive Auswirkungen von Big Data und maschinellem Lernen habe ich in der Kapitalanlage bisher aber noch nicht in überzeugender Form gesehen.

Anleger kaufen aber vielleicht trotzdem lieber ein „modernes“ Portfolio, das maschinelles Lernen und Big Data verfolgt, als ein „einfaches“ Portfolio. Sie sollten jedoch immer versuchen, Transparenz über die Daten und Modelle der Portfoliomanager zu erhalten und vor allem die mit diesen Ansätzen verbundenen (Transaktions-)Kosten beachten, denn bisher haben sich höhere Kosten in der Kapitalanlage nur sehr selten ausgezahlt.

Anders sieht es im Kundenservice aus. Hier kann mit Hilfe von vielen Daten und maschinellem Lernen grundsätzlich ein besserer Kundenservice geboten werden. Als Beispiel wird dabei gerne Amazon mit seinen maßgeschneiderten Kaufempfehlungen genannt. Dafür müssen jedoch Daten des Anlegers genutzt werden.

Aber auch in diesem Fall geht Diversifikator bewusst einen anderen Weg, den wir als "No Data" bzw. "Small Data" Ansatz bezeichnen. Geldanleger müssen ihren Depotbanken und Anlageberatern bzw. Vermögensverwaltern sowieso schon sehr viele und zunehmend mehr Daten offenlegen. Diversifikator selbst möchte diese Daten nicht auch noch einmal erheben (siehe [Fintechs und Datenschutz](#)<sup>297</sup>). Stattdessen werden Daten und Tools anmeldefrei und kostenlos zum "Test-it-Yourself" bereitgestellt.

Zur Bestimmung der individuell geeigneten Anlageallokation kann der Anleger selbst oder sein Berater mit Hilfe eines einfachen (Small Data) und komplett transparenten Tools die Verlusttoleranz des Anlegers feststellen. Es sind weder (meist intransparente) Prognosen noch Optimierungen nötig. Kriterienbasiert und ebenfalls prognose- und optimierungsfrei ("Small Data") können Anleger und Berater zum Beispiel aus mehreren verantwortungsvollen ESG Portfolios wählen.

Big Data und Machine Learning sind in Bezug auf Research und Umsetzung bzw. Handel mit zusätzlichen Kosten verbunden und führen damit tendenziell zu niedrigeren Kapitalanlagerenditen. Die Compliance und der Vertrieb bzw. Kundenservice kann jedoch damit grundsätzlich unterstützt werden. Ob Anlegern das Wert ist, müssen sie selbst entscheiden.

## DATENSCHUTZ UND REGULIERUNG VON ROBO-ADVISORS (11-2015)

Es gibt inzwischen auch in Deutschland zahlreiche sogenannte Fintechs. Vereinfacht gesagt sind das Unternehmen, die Finanzdienstleistungen mit Hilfe von (Internet-)Technik weitgehend oder komplett online erbringen. Das bringt viele Vorteile für Kunden, vor allem oft geringere Kosten als bei traditionellen Angeboten. Robo-Advisor sind eine Untergruppe der Fintechs. Sie sind auf Online-Finanzberatung spezialisiert. Deren wichtigste Untergruppen sind die Online-Versicherungsberatung und die Online-Anlageberatung („Anlage Robos“) und das Online-

---

<sup>297</sup> <http://prof-soehnholz.com/fintechs-und-datenschutz-kann-man-daten-wirklich-wieder-zurueckholen/>

Trading („Handels-Robos“). Anlage-Robos übernehmen nehmen Finanzanalyse- auch klassische Portfoliomanagementaufgaben.

Ein typischer Anlageberatungsprozess<sup>298</sup> setzt sich wie folgt zusammen:

- Bestimmung der finanziellen Situation und der Präferenzen des Anlegers
- Vermögensallokation und Auswahl der Anlagetitel, z.B. ETFs oder Aktien
- Erstellung eines Anlagevorschlags
- Abschluss/Vertrag/Transaktion
- Information/Reporting
- Risikomanagement
- Überprüfung der Anlageentscheidung

Für eine gute Anlageplanung sollten das Vermögen, die Schulden, das laufende Einkommen, typische Ausgaben und zusätzliche Ausgabepläne von Anlegern bekannt sein. Um einen umfassenden Überblick zu haben, ist außerdem die Jobperspektive und das Jobrisiko wichtig sowie die familiäre Situation, konkret zum Beispiel erwartete Ausgaben für die Ausbildung von Kindern oder mögliche Pflegeaufwendungen für nahe Angehörige. Auch Informationen über kostspielige Krankheiten sind wichtig für die Finanzplanung. Hinzu kommen Informationen über den Status der gesetzlichen und betrieblichen Altersvorsorge und Erbschaftspläne.

Diese Informationen sollten idealerweise systematisch aufbereitet sein und auch regelmäßig überprüft werden. Dazu bietet sich Software wie Quicken<sup>299</sup> o.ä. an. Allerdings sind nur wenige kommerzielle Programme in der Lage, die o.g. Informationen in guter Form zusammenzufassen.

Wenn man sich gut beraten lassen möchte, sollte auch der Anlageberater über diese Informationen verfügen. Solche Daten gibt man nur Vertrauenspersonen. Man hofft, dass diese den Datenschutz sehr ernst nehmen. Es ist aber etwas völlig anderes, diese Daten „online zu stellen“. Skeptisch sollte man besonders dann werden, wenn die Onlineservices kostenlos erscheinen. Es gibt relativ wenige Onlineangebote, die aus humanitären oder sonstigen uneigennütigen Gründen kostenlos angeboten werden. Selbst in einem solchen Fall sollte man sich fragen, welche Datenschutzmaßnahmen sich ein solcher Anbieter leisten kann oder will, da er keine Einnahmen aus dem Service hat. Oft lassen sich Onlineanbieter jedoch zumindest teilweise indirekt auch mit „Daten“ bezahlen.

Wenn man sich für einen kostenlosen Newsletter anmeldet und seine E-Mail Adresse angibt, hat man damit normalerweise kein Problem. Aber die oben aufgeführten Informationen, die für eine gute Anlageplanung nötig sind, gehören zu den „sensibelsten“ persönlichen Daten.

---

<sup>298</sup>in Anlehnung an Hackethal/Meyer/Rochow 2011, S. 29; Quelle zum Anlageberatungsprozess: Hackethal, A.; Inderst R.; Meyer, St., Rochow, T. et al. (2011): Messung des Kundennutzens der Anlageberatung, wissenschaftliche Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (BMELV) vom Dezember 2011

<sup>299</sup>Seit einiger Zeit Lexware FinanzManager genannt

Über eine möglicherweise mangelnde Regulierung von Fintechs wird schon seit einiger Zeit diskutiert. Mangelnde allgemeine Regulierung stellt in diesem Fall nicht das größte Problem an. Anleger überweisen üblicherweise kein Geld an Robo-Berater und schon gar nicht an unregulierte Fintechs, sondern nur direkt an regulierte Depotbanken. Diese müssen alle üblichen Regularien wie die für Datenschutz und Geldwäsche einhalten. Mit dem neuen „Finanzpranger“ hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht außerdem ein zusätzliches Mittel, um unerlaubte Einlagengeschäfte zu unterbinden.

Die Regulierung der Beratung ist schwieriger: Eine mögliche Fehlberatung durch Robo-Berater ist schwer feststellbar. Um eine Fehlberatung zu identifizieren, müsste man diese mit einer „richtigen“ Beratung vergleichen. Ich kenne aber keine allgemein anerkannten Kriterien für richtige Beratung. Ich habe online noch nicht mal ein z.B. von Verbraucherzentralen empfohlenes standardisiertes Anlage-Beratungsprotokoll finden können.

Man kann aber vermuten, dass eine korrekte Beratung nicht möglich ist, wenn nicht die wichtigsten der oben genannten Informationen abgefragt werden. Diese müssen dann auch gespeichert werden. Was meines Wissens bisher aber nicht diskutiert wird ist die Frage, inwieweit die sensiblen Kundendaten weitergegeben werden dürfen und ob sichergestellt ist, dass die Daten nicht in unerwünschte Hände fallen.

Gewiss kann man Kunden heute noch relativ einfach dazu bringen, ihre Einwilligung zur Datennutzung bzw. sogar zum Datenverkauf zu geben. Aber wie lange wird das noch möglich sein? Wenn man sowieso eine fast völlige Transparenz über die Einkommen und Vermögen sogar von Nachbarn hat, wie in Dänemark, erscheint das unproblematisch. Aber in Deutschland ist unsere Kultur noch anders. Wir sprechen nicht gern über diese Dinge. Wenn es künftig zu einem Datenleck kommt, bei dem solche sensiblen Daten bekannt werden, kann das für die Geschäftsmodelle der Fintechs bzw. Robo-Berater schnell kritisch werden. Zumal diese auch heute schon unter Druck stehen, weil die Kundengewinnung schwierig bzw. teuer ist.

## DATENSCHUTZ: KANN MAN ALLE DATEN ZURÜCKHOLEN? (12-2016)

Ich weiß nicht, ob Daten, die einmal zur Fremdnutzung freigegeben wurden, auch immer wieder „zurückgeholt“ werden können. Mir geht es dabei vor allem um Finanzdaten, die Überlegungen sind aber möglicherweise für andere sensible Daten auch relevant.

Wenn man sich die inzwischen üblichen Selbstvorstellungen (Pitches) von Fintechs auf Konferenzen anhört oder auf ihren Internetseiten ansieht, fallen unter anderem folgende Begriffe: Big Data, künstliche Intelligenz, Kontoaggregation, volle Transparenz über alle Finanzthemen usw. Das hört sich erst mal gut und nach „Convenience“ an. „Convenience“ kann man mit Komfort aber auch mit Bequemlichkeit übersetzen. Ein Schelm, wer Böses dabei denkt.

Spielen wir das doch einmal theoretisch durch: Man gibt einem Fintech (genauer: einer App) alle seine Konto-Passwörter, damit alle Konten bequem zusammengeführt werden. Das kostet noch nicht einmal etwas. Das ist toll!

Das Fintech will aber überleben, Geld verdienen oder sogar einen erfolgreichen sogenannten „Exit“ machen. Ein erfolgreicher Exit heißt, dass die Unternehmensgründer und die früh am Unternehmen Beteiligten ihre Anteile für viel Geld an dann neue Beteiligte verkaufen. Das Unternehmen wird aber nur schnell viel wert sein, wenn es Umsatz generieren kann. Und für Umsatz sind Einnahmen erforderlich, die zum Beispiel von Werbetreibenden kommen. Werbetreibende wollen möglichst zielgenaue Werbung betreiben und brauchen dafür möglichst viele Daten. Detaillierte Finanzdaten sind besonders begehrt. Wenn das Fintech Zugriff auf Girokonten und Anlagekonten hat, kann es sehr viel in Erfahrung bringen. So kann es herausbekommen, wie viel Geld man für einzelne Versicherungen zahlt und man kann alternative Angebote machen und vieles mehr. Auch das ist erst mal gut, weil man so ja Geld sparen kann oder bessere Services oder Produkte für vergleichbare Kosten bekommen kann.

Das Fintech kann individuelle Daten nach Vorgaben der Werbetreibenden auswerten. Einfacher für das Fintech ist es aber, die Daten direkt an Externe weiterzugeben, zum Beispiel eine Versicherung, die wahrscheinlich besser ein passendes maßgeschneidertes Angebot für alternative Versicherungspolice zusammenstellen können als das Fintech, denn das ist ja ihre besondere Expertise.

Der Nutzer, der ja für die Kontoaggregation nichts bezahlt, stimmt in der Regel schon bei Vertragsabschluss und oft nur mit einem „Häkchen“ zu, dass seine bzw. ihre Daten verwendet und ggf. sogar weitergegeben werden können. Zum Glück kann man laut Gesetz einem Unternehmen untersagen, die Daten künftig weiter zu verwenden bzw. sogar fordern, die Daten ganz zu löschen. Wenn man das macht, kann man aber auch keine kostenlosen Services mehr vom Unternehmen erwarten.

Nach aktuellen Umfragen sind viele Verbraucher gerne bereit Daten herzugeben, um kostenlose Services zu bekommen. Aus Sicht der Anbieter ist es also ein geringes Risiko, dass sie von einzelnen Nutzern keine Daten mehr nutzen dürfen, weil diese dem widersprechen. Technisch aufwändig wird es, wenn die Fintechs ihren Nutzern dokumentieren müssen, was sie mit den Nutzerdaten machen. Aufwändig ist es auch, wenn Nutzer wirklich wissen wollen, an wen ihre Daten weitergegeben wurden.

Wenn der Nutzer dann erfährt, an welche anderen Unternehmen Daten von ihm/ihr weitergegeben wurden, kann er diese anderen Unternehmen auffordern, seine Daten zu löschen. Das ist ziemlich mühsam für den Verbraucher. Ich konnte bisher keine Bestimmung finden, die den Datenerstherber (hier: Fintech) zwingen, dafür zu sorgen, dass die weitergegebenen Daten ebenfalls gelöscht werden. Aus Datenschutzgründen ist das aber wichtig, auch wenn es weiteren Aufwand beim Datennutzer bedeutet.

Unklar ist mir auch, ob die Daten vom zweiten Unternehmen, an welches die Daten weitergehen, wiederum weitergegeben werden dürfen, schließlich hat der Nutzer des Fintechs der Datenweitergabe ja anfangs ausdrücklich zugestimmt. Solange ich keine befriedigende Antwort auf diese Frage bekomme, werde ich persönlich sensible Daten äußerst ungern weitergeben. Und ich betrachte fast alle meine persönlichen Daten als potentiell sensibel.

Sofern bzw. solange Nutzer keine effiziente Möglichkeit haben, ihre Daten kurzfristig und effizient wieder „zurückzuholen“ erwarte ich, dass sich noch mehr Anbieter wie Diversifikator



finden werden, die bewusst auf No bzw. Small Data setzen: No bzw. Small Data bedeutet, möglichst wenige Daten von Interessenten und Kunden haben zu wollen und diese Daten auch nicht weiterzugeben.

Und mit einigen Fintech Angeboten fühle ich mich auch ohne Datenweitergabe nicht wohl. Was passiert mit den Daten, wenn das Fintech in Finanznot gerät? Und das kann relativ häufig vorkommen, denn von Startups überleben meist nur relativ wenige.

Aber auch einige Angebote finanzkräftiger bzw. traditioneller Anbieter sehe ich skeptisch. Braucht man wirklich eine App, welche die aggregierten Vermögenswerte prominent auf dem Smartphone anzeigt, und sei es auch nur die von einer Bank? Kinder und andere Verwandte aber auch Kollegen und andere Bekannte können oft unbeabsichtigt unseren Smartphone-Bildschirm einsehen. Möchte ich, dass jemand anderes sieht, dass mein Vermögen sehr klein oder sogar negativ ist? Oder finde ich es gut, wenn die Zahlen hoch sind und von jemand anderem gesehen werden? Kinder könnten anspruchsvoller werden oder andere Verwandte und Nachbarn mitleidig oder neidisch. Vielleicht ist das aber auch gut, weil ich mir so das unnötig dicke Auto oder die repräsentative Wohnung sparen kann. So (an)gesehen können solche Apps sehr gut beim Sparen helfen.

## EINE SERVICEPAUSCHALE IST ATTRAKTIVER ALS EIN HONORAR-STUNDENSATZ (10-2015)

Honorarberatung ist eine Finanzberatung gegen Honorar, welches vom Anleger bezahlt wird. Diese Art von Beratung ist in Deutschland noch kaum vertreten. Hier ist Provisionsberatung vorherrschend: Der Kundenberater bekommt seine Beratungs-(bzw. Verkaufs)leistung indirekt durch eine Provision vom jeweiligen Produkthanbieter bezahlt.

In den Niederlanden und Großbritannien ist die Provisionsberatung inzwischen verboten. In Deutschland wurde ein Verbot diskutiert aber bisher nicht umgesetzt. Künftig müssen Produkthanbieter jedoch nachweisen, dass die von ihnen gezahlte Provision zu Qualitätsverbesserungen in der Beratung führt. Es bleibt abzuwarten, welche Anforderungen an die Begründungen für Qualitätsverbesserungen gestellt werden. Bei scharfer Auslegung kann das ein „Provisionsverbot durch die Hintertür“ sein. Das erwartet aber kaum jemand in Deutschland.

Was mich bei der Diskussion am meisten wundert, ist, dass bei Honorarberatung fast nur über Kosten in Form von Beratungsstundensätzen gesprochen wird. Interessenvertreter der Honorarberater nennen mindestens EUR 150 pro Stunde, die für eine qualifizierte Beratung bezahlt werden sollte. Quirion von der Quirin-Bank zum Beispiel bietet telefonische Beratung für EUR 37,50 pro 15 Minuten an.

Kritiker der Honorarberatung führen an, dass alleine schon die Situationsanalyse des Kunden inklusive Beratungsprotokoll mehr als eine Stunde dauern kann. Künftig werden zudem höhere Anforderungen an die laufende Betreuung von Kunden gestellt. Kritiker bemängeln, dass sich Kleinanleger diese Beratung kaum leisten könnten und dann lieber Produkte ohne Beratung kaufen würden, was für diese Anleger nachteilig sein könnte. Diese Entwicklung könne man nach dem Provisionsverbot in Großbritannien sehen.

Kritiker eines Provisionsverbots behaupten, dass Kleinanleger beim traditionellen Provisionsmodell Beratung erhalten würden, die durch die Provisionen finanziert würden. Wenn man nachrechnet, wird die Diskussion schnell rationaler: Ein typischer deutscher Haushalt verfügt nur über etwa EUR 11.000 in Wertpapieren<sup>300</sup>. Nehmen wir an, dass der durchschnittliche Provisionsberater 1% p.a. laufende Provision an einem Wertpapier verdient (was hoch angesetzt ist) und keinen Ausgabeaufschlag mehr durchsetzen kann (einige Banken scheinen diese aber noch zu vereinnahmen): Dann erhält dieser Berater EUR 110 p.a. für diesen Haushalt, sofern er ihn komplett betreut. Dafür wird der Provisionsberater kaum mehr als eine Stunde Betreuung bzw. Beratung im Jahr investieren wollen.

Alternativ kann sich der durchschnittliche deutsche Haushalt eine Beratungsstunde beim Honorarberater leisten. Die Hürden dafür sind aber hoch: Der Kunde muss sich einen solchen Berater suchen, ihm seine Finanzen im Detail erklären, und dann noch die Hürde überwinden, einen Vertrag zu unterschreiben nachdem er EUR 150 pro Stunde zahlt und nicht sicher ist, was er dafür bekommt. Den Provisionsberater kennt er vielleicht schon, der Berater kennt ihn und ein Produkt ist oft auch schnell identifiziert für den Kunden. Ein Wechsel zu einem Honorarberater erscheint für viele Kleinanleger daher unattraktiv.

Warum mögen Provisionsberater keine Beratung gegen Stundensätze? Die neue Honorarberatungsregulierung erlaubt ihnen doch nur noch sich unabhängig zu nennen, wenn sie Honorarberatung anbieten. Das ist doch ein starker Anreiz, auf Honorarberatung umzustellen. Aber Berater haben nur eine begrenzte Anzahl von Stunden zu verkaufen. Viele ihrer Arbeitsstunden können nicht verkauft werden, weil sie der Administration oder Reisen dienen oder nicht zu den Zeiten des Kunden passen. Das Modell ist für sie also nicht skalierbar und damit oft finanziell nicht attraktiv genug.

Aber Verbraucherschützer mögen keine Provisionsberatung: Sie befürchten, dass dabei Produkte mit höheren laufenden Provisionen verkauft werden, weil Provisionsberater mehr an diesen verdienen. Teure Produkte kosten aber Rendite und sind daher nicht unbedingt die besten Produkte für Anleger. Bei Ausgabeaufschlägen bzw. Einmal-/Vorabprovisionen haben Verbraucherschützer zudem die Sorge, dass Kunden unnötig zum Wechsel von Produkten verleitet werden, denn jeder Produktwechsel bringt neue Einmal-/Vorabprovisionen.

Als Produktanbieter oder Provisionsberater kann man ganz gut argumentieren, dass die Beratung bzw. der Aufwand vor der Kundeninvestition erfolgt und daher Einmalgebühren berechtigt sind. Aber Produktwechsel sind oft mit hohen bzw. unnötigen Transaktionskosten verbunden. Ein Verbot von Einmal- bzw. Vorabprovisionen ist daher viel einfacher zu begründen als ein Verbot von laufenden Provisionen, die zumindest nicht zu unnötigen Produktwechseln verleiten, es sei denn, Berater empfehlen Produkte mit höheren Provisionen als Bestandsprodukte. Das ist zum Beispiel fast immer dann der Fall, wenn geschlossene Fonds oder strukturierte Anlagen klassische Investmentfonds ersetzen sollen.

Neben Provisionsberatung und stundenbezogener Honorarberatung gibt es ein drittes Modell, welches bisher kaum diskutiert wurde: Die vom Kunden bezahlte Servicepauschale, eine andere

---

<sup>300</sup> Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS) des Statistischen Bundesamtes für 2012, ohne Versicherungsanlagen

Ausprägung der Honorarberatung. Aus Sicht von Honorarberatern ist das interessant: Statt eines Stundenhonorars vom Kunden bekommen sie eine Pauschale, die z.B. von den betreuten Anlagevolumina abhängig sein kann, also z.B. 1% p.a. auf die beratenen Anlagen.

Die Berater werden also vom Kunden bezahlt und nicht mehr vom Produkthanbieter, haben aber grundsätzlich die gleichen Einnahmemöglichkeiten wie im Provisionsberatungsmodell. Das kann dazu führen, dass sie z.B. künftig mehr günstige ETFs (Exchange Traded Fonds) für ihre Kunden selektieren statt teurer Fonds, da sie nicht mehr von Anbieterprovisionen abhängig sind. Mögliche Fehlanreize gibt es allerdings auch in diesem Modell: So verdient der Berater mehr, wenn die betreuten Kapitalanlagen steigen. Der Berater hat so einen Anreiz, gehebelte Investments zu empfehlen, auf die Provisionen auch auf das gehebelte Volumen anfallen können.

Solche Fehlanreize sind aber zu managen. Gute Berater sind an der langfristigen Zufriedenheit ihrer Kunden interessiert. Es sollte auch im Sinne von Verbraucherschützern sein, dass gute Berater auf ein Honorarberatungsmodell umstellen. Das wird Beratern mit einem Servicepauschalen-Modell sehr viel einfacher fallen als mit einem stundensatzbasierten Honorarmodell.

Technisch ist das Servicepauschalenmodell recht einfach umzusetzen: Honorarberater benötigen immer einen Vertrag mit ihren Kunden, in dem das vermögensbasierte Honorar vertraglich zugesichert wird. Das Honorar kann dann direkt von Depotbanken an die Berater abgeführt werden. Das wird zwar nicht dazu führen, dass die typischen Kunden mit einem Depot von 11.000 EUR plötzlich mehr beraten werden als vorher. Aber die Beratungsintensität sollte auch nicht sinken, wie es bei stundenbasierten Honorarmodellen der Fall sein kann, auch weil Kunden in dem stundenbasierten Modell immer wieder die Zustimmung für weitere Beratungsstunden- bzw. Zahlungen geben müssen, sofern sie nicht pauschale Beratungsstunden vereinbart haben.

Insgesamt sollte der Kunde von einem Servicepauschalenmodell profitieren, weil er jetzt günstigere Wertpapiere (ohne Provisionen) ins Depot bekommt und dadurch eine bessere Rendite erreichen kann als bisher. Bei einer besseren Rendite steigt auch die Zufriedenheit des Anlegers und das sollte auch für den Berater positiv sein.

Ein solches Servicegebührenmodell macht den Umstieg von klassischen Provisionsberatern auf „Honorarberatung“ wesentlich leichter und führt dazu, dass der Anleger seinen Berater einfacher behalten kann. Vielleicht führt das sogar zum – von Verbraucherschützern lange gewünschten – Aufschwung für die Honorarberatung zu Lasten der Provisionsberatung.

Es gibt aktuell allerdings eine Hürde für die Honorarberatung, sei es stundenbasiert oder Servicepauschalen-basiert: So gibt es einen steuerlichen Nachteil gegenüber der Provisionsberatung. Provisionen sind derzeit umsatzsteuerbefreit, wenn sie vom Produkthanbieter an den Berater gezahlt werden. Wenn der Kunde eine Servicepauschale oder Stundenhonorar an den Berater zahlt, fällt dagegen Umsatzsteuer an. Das macht diese Art der Bezahlung um 19% teurer als anbieterbezahlte Provisionen. Hierfür sollte eine befriedigende Lösung gefunden werden.

## MIFID II: TUNING FÜR ETABLIERTE BANKEN? 20 THESEN (8-2017)

Gut gemeint ist nicht unbedingt auch gut gemacht: Am 13.7.2017 hat die europäische Wertpapieraufsicht (ESMA) das Konsultationspapier für die Richtlinien für die Geeignetheitsprüfung von Kapitalanlagen veröffentlicht (siehe dazu auch Beitrag von RA Christian Waigel vom 20.7. in [www.dasinvestment.com](http://www.dasinvestment.com) "Mifid II: 7 Neuerungen für Berater, Robo-Advisor und Kunden"). Schon vor dieser Veröffentlichung war klar, dass Anlageberatungen künftig aufgezeichnet und gespeichert werden müssen. Aber erst mit dem Konsultationspapier wird deutlich, wie viele und wie detaillierte und umfassende Fragen Anleger beantworten müssen. Hinzu kommt, dass kritische und regelmäßige Überprüfungen der Antworten verpflichtend werden.

Anders als von vielen Beratungsanbietern noch vor einiger Zeit befürchtet, gibt es kein Provisionsverbot. Dafür müssen die Kosten der Geldanlage detailliert und aufwändig offen gelegt werden.

Hier sind meine 20 Hypothesen, was Mifid II für Anleger und Anbieter bedeuten wird und wer zu den Verlierern oder den wenigen Gewinnern gehören könnte:

1. Mit Sicherheit erhöhen die neuen Pflichten die Kosten für Beratungsanbieter.
2. Höhere Kosten werden entweder den Interessenten aufgebürdet, oder die verlangten Minimumanlagen ab denen Anlageberatung angeboten wird, werden erhöht.
3. Höhere Beratungskosten führen zu geringeren Renditen oder, wie in Großbritannien nach dem Provisionsverbot, zu geringeren Kapitalanlagen in Wertpapieren, weniger professioneller Beratung und mehr Selbstberatung.
4. Etliche kleine Anbieter von Anlageberatung werden die Anlageberatung einstellen und müssen so vielleicht sogar ihr ganzes Geschäft einstellen.
5. Berater werden versuchen, Kosten zu reduzieren, indem sie so viele der laut Mifid nötigen Angaben wie möglich durch den Anleger selbst in Online-Formulare eingeben zu lassen und so viele Datenprüfungen wie möglich zu automatisieren.
6. Anleger, die sich meist sowieso nicht gerne mit Geldanlagen beschäftigen, werden diese Angaben nicht bei mehreren Geldanlageanbietern machen wollen, sondern möglichst nur einmal. Anbieterwechsel werden also tendenziell noch geringer werden, als sie heute schon sind.
7. Anleger werden ihre Daten in erster Linie Geldanlageanbietern ihres Vertrauens zur Verfügung stellen. Das kann der langjährige persönliche bekannte Berater sein, wenn er denn sein Geschäft weiter betreibt, oder die Bank des Vertrauens. Es wird eher kein neuer unabhängiger Robo-Advisor sein sondern eher Robo-Plattformen, die zu etablierten Anbietern gehören, wie man in den USA an Vanguard und Charles Schwab sieht.
8. Technisch könnte diese Einmalangabe des Anlegers einfach auch anderen Geldanlageanbietern zur Verfügung gestellt werden. Das werden Anleger aus Datenschutzgründen jedoch nicht ohne Weiteres machen. Vielleicht etabliert sich aber auch ein neuer zentraler Service in diesem Bereich (neues Fintech?).
9. Anleger werden sich künftig vor Abschlüssen noch stärker online informieren, aber wohl weiter offline Beratung suchen (ROPO - Research online, purchase offline - also andersherum als im Einzelhandel).
10. Anleger, die sich künftig - wie schon meist bisher auch - an nur einen einzigen Berater wenden, erwarten von diesem Berater daher eine umso bessere Beratung.

11. Anbieter, die künftig nicht sehr hohe Transparenz und ausführliche Informationen zu den Vor- aber auch Nachteilen der angebotenen Produkte auch online bereithalten, werde es schwer haben, ihre Kunden zu halten.
12. Anbieter, die künftig keine kostengünstigen Produkte wie z.B. ETFs im Angebot haben, werden es schwer haben, ihre Kunden zu halten bzw. das Geschäft mit diesen auszuweiten.
13. Auch Anbieter, die Selbstentscheider unterstützen (und mit dieser Unterstützung Geld verdienen wie Robo-Advisors), können von der neuen Regulierung besonders profitieren.
14. Die Regulierung wird insgesamt zu günstigeren Kapitalanlagen führen, obwohl die Beratungskosten im Einzelfall oft steigen werden, denn der Anteil an (kostengünstiger) Selbstberatung und an kostengünstigen Produkten wird steigen.
15. So wie die Geeignetheitsfragen aktuell vorgesehen sind, werden Anleger noch risikoärmere Portfolios halten als sie bereits jetzt schon tun. So führt das von Mifid präferierte sogenannte regulierungsunterstützte Goal-Based Investing (siehe Beitrag "[Goal-based investing](#)"<sup>301</sup> dazu) zu niedrigeren Quoten potentiell renditestarker Anlagen wie Aktien. Außerdem stellen die Geeignetheitsfragen sehr stark auf Schwankungen ab und nicht genug auf mittelfristige Verlustrisiken, die auch bei Aktien relativ gering sind (siehe Abschnitt „Risikowahl“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Es ist zu hoffen, dass die vom Anleger abgefragten Risikoeinschätzungsinformationen künftig intelligent analysiert werden, was heute eher selten der Fall zu sein scheint (siehe Michael Tertlit/Peter Scholz: To Advise, or Not to Advise — How Robo-Advisors Evaluate the Risk Preferences of Private Investors, Hamburg 2017). So sollte zum Beispiel klar sein, dass eine 80jährige Anlegerin mit einem hohen Vermögen auch eine hohe Aktienquote vertragen kann.
16. Mifid II wird nicht zur Zunahme von typischer Honorarberatung führen, bei der Beratungszeit bezahlt werden, da durch höhere Regulierungsvorschriften mehr Beratungsstunden bezahlt werden müssen, was Anleger nicht mögen. Von Produkthanbietern bezahlte Provisionen werden dagegen für unkritische Anleger attraktiv bleiben, wenn Vermittler erfolgreich suggerieren können, dass durch ihre Beratung Anbieterprovisionen gespart werden können. Kritische Anleger werden eher günstige Endprodukte haben wollen und werden dafür bereit sein, den Beratern direkt eine laufende Beratungs- oder Verwaltungsprovision zu zahlen, die Anlagevolumensabhängig sein kann. Da Anbieter mit solchen Provisionen sogar mehr verdienen können als mit teilweise rückvergüteten Produkthanbieterprovisionen, werden solche Modelle zunehmen.
17. Offen ist, wie Anbieter, die bisher nur auf aktive Fonds gesetzt haben, ihren Bestandskunden erklären, dass ETFs vielleicht doch gar nicht so schlecht sind. Vielleicht argumentieren sie dann, dass ETFs in letzter Zeit so viel besser geworden sind, dass man sie jetzt beruhigt anbieten kann.
18. Die Erklärungen, die nötig sind, um ETFs an Anleger zu verkaufen, sind aber gar nicht so einfach. Man kann einen Multi-Asset Fonds eines sogenannten Starfondsmanagers relativ einfach verkaufen, denn die Anleger müssen nur dem Starfondsmanager vertrauen. Einen aktiven Fonds aus ETFs zu verkaufen macht wenig Sinn, wenn man aktive Fonds vermeiden möchte. Aber Anlegern ein Portfolio aus mehreren ETFs zu verkaufen, erfordert gute Allokationsargumente und ist aufwändig, gerade wenn man auf ein zusätzliches Risikomanagement wert legt. Das wird insgesamt zur stärkeren Verbreitung von standardisierten ETF-Vermögensverwaltungen bzw. Muster- und Modellportfolios führen.

<sup>301</sup> <http://prof-soehnholz.com/fuehrt-goal-based-investing-zu-niedrigeren-aktienanlagen-und-besseren-beratungsergebnissen/>

19. Bisher gibt es keine etablierten Benchmarks für Multi-Asset Fonds. Schon einfache Benchmarks aus 50% Aktien und 50% Anleihen sind schwer zu schlagen. Künftig werden auch investierbare Multi-Asset Benchmarks (siehe z.B. [Weltmarktportfolio<sup>302</sup>](#)) populärer werden. Das wird zu einem relativen Rückgang der Anlagen in aktiven Multi-Asset Portfolios führen.
20. Wenn es trotz all der detaillierten Regulierung eine Regulierungslücke gibt, dann ist das aus meiner Sicht das Thema verantwortungsvolle Kapitalanlagen. Es ist heute relativ einfach, in Bezug auf Fonds bzw. Portfolios festzustellen, wie gut sie in Bezug auf soziale, ökologische und Governance (ESG) Kriterien sind. Aber auch ohne Transparenzpflicht ist zu erwarten, dass Anbieter künftig zunehmend mehr ESG-Transparenz in ihre Angebote bringen werden. Von der neuen Regulierung werden also wahrscheinlich vor allem die etablierten Banken profitieren, allerdings müssen auch sie ihr Produktangebot, ihre Preispolitik und ihre Transparenz erheblich verbessern.

## INSTITUTIONELLES HERDING IST EIN VIEL GRÖßERES PROBLEM ALS ALGO-HERDING ODER ROBO-HERDING (7-2017)

Der Governor der Bank of England sieht "Algo-Herding" bzw. Herdenverhalten von Robo-Advisors als ein potentielles Problem: „Robo-advice and risk management algorithms may lead to excess volatility or increase pro-cyclicality as a result of herding, particularly if the underlying algorithms are overly-sensitive to price movements or highly correlated“ (Mark Carney, Governor der Bank of England, am 26.1. 2017 laut Citywire.co.uk). Das sehe ich nicht so.

Robo-Advisors managen heute nur sehr wenige Anlagegelder. Selbst in den USA, in denen es Robo-Advisors schon erheblich länger gibt als in Deutschland, haben nur sehr wenige der über einhundert Robo-Advisors bisher mehr als eine Milliarde Dollar an Kundenvermögen akquiriert. Herding ist also trotz sehr guter Wachstumsraten der wenigen großen Anbieter auf längere Sicht kein volkswirtschaftlich relevantes Problem.

Aber selbst wenn Robo-Advisors sehr viel Geld managen würden, wäre Algo-Herding äußerst unwahrscheinlich.

Das kann man am besten mit Beispielen erklären. Zunächst nehmen Robo-Advisors typischerweise eine Risikoeinteilung von Anlegern vor. Diesen Risikoklassen werden verschiedene Portfolios zugeordnet. Wenn es nur Aktien und Anleihen als Anlagemöglichkeiten gäbe, würden risikoscheuen Anlegern meist Kombinationen von 20 bis 30% Aktien mit 70 bis 80% Anleihen und risikofreudigen Anleger 60 bis 100% Aktien mit 0 bis 40% Anleihen angeboten.

Die „erste Generation“ von Robo-Advisors ändert diese Allokationen normalerweise nicht, also auch nicht in Marktkrisen. Easyfolio ist ein Beispiel für einen solchen Ansatz.

---

<sup>302</sup> <http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/>

Typischerweise investieren aber nicht alle Anleger gleichzeitig all ihr Geld in Robo-Portfolios, sondern das Geld fließt den Robo-Advisors über die Zeit zu. Ich sehe nicht, wie das zu Herdingproblemen führen sollte, selbst wenn sehr viele Robo-Advisors so anlegen würden.

Es gibt aber kaum Bedarf für viele „me too“ Robo-Advisors, die den gleichen Ansatz verfolgen. Robo-Advisors versuchen sich daher z.B. durch das Angebot weiterer Anlagesegmente und durch mehr oder aktives (Risiko-)Management voneinander abzuheben. Aber wenn mehr Anlagesegmente und aktives (Risiko-)Management in Spiel kommen, sinkt das Herdingrisiko.

Das liegt an der Modell- und Inputsensibilität von Assetallokationen. Selbst Anlageprofis ist manchmal nicht bewusst, wie sensibel Allokationen auf zusätzliche Anlagesegmente reagieren (siehe z.B. Söhnholz, D. und Burkert, M.: Naive strategische Asset Allocation, in: Absolut Report Nr. 43 von 2008 S. 14 ff.). Kapitalanlage-Allokationen hängen außerdem sehr stark von den – je nach Robo-Advisor unterschiedlichen - Prognosen für die erwarteten Risiken und Renditen der Anlagesegmente und vor allem den angenommenen Abhängigkeiten (Korrelationen) untereinander ab.

Rendite-, Risiko und Korrelationsprognosen können selbst dann sehr unterschiedlich sein, wenn alle Robo-Advisors die gleichen Vergangenheitsdaten zur Verfügung haben. So ist der Output von Allokationsmodellen stark von den verwendeten Indizes und Perioden abhängig. Sogar wenn alle Anbieter Trendfolge zur Risikosteuerung nutzen würden, können sehr unterschiedliche Allokationen aus z.B. 20 oder 40 oder 200 Tageperioden und unterschiedlich Umsetzungsmodi resultieren.

In Anbetracht der Vielzahl möglicher Kombinationen von Anlagesegmenten ist es statistisch extrem unwahrscheinlich, dass Modelle mit identischen Daten „gefüttert“ werden.

Hinzu kommt, dass Robo-Advisors, wie andere Anbieter von Asset-Allokationen auch, mit Szenarien und Simulationen arbeiten. Und Szenarien mit kleinen Annahmeunterschieden können zu sehr großen Allokationsänderungen führen bzw. einzelne Simulationen können sehr stark voneinander abweichen.

Daher werden sich Allokationen von Robo-Advisors typischerweise nennenswert unterscheiden.

Um das deutlich zu machen, haben wir zwei einfache „Pseudo-Optimierer“ programmiert und auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) online gestellt (sieh "Pseudo-Optimierer" unter "Detailmenü").

Die Algorithmen der Robo-Advisors werden also sicher kaum "highly correlated" sein, selbst wenn jeder einzelne „overly sensible to price movements“ der Kapitalmärkte ist.

Ein Risiko bleibt jedoch: Wenn die Allokationen von Robo-Advisors durch diskretionäre Entscheidungen der Robo-Advisors gleichzeitig und gleichgerichtet beeinflusst werden, kann es zu Herding kommen.

Theoretisch können mehrere Robo-Advisors mit Vermögensverwaltungsvollmachten in einer wahrgenommenen Marktkrise Kapitalanlagen ihrer Anleger gleichzeitig verkaufen. Dazu müssten mehrere Robo-Advisors die Marktlage gleichzeitig sehr schlecht einschätzen und ihre Verkaufsvollmachten ausnutzen. Das einzige mir bekannte Beispiel eines diskretionären Eingriffs lässt ein solches Risiko eher gering erscheinen. In dem Fall hat ein amerikanischer Robo-Advisor seine Anleger für mehrere Stunden am Verkauf von Anlagen gehindert ("Betterment's move to halt trading following Brexit vote sparks controversy" in investment news 28.6.2016).

So ist es nicht verwunderlich, dass man sowohl in den USA als auch in Deutschland feststellen kann, dass die Anlageergebnisse von Robo-Advisors teilweise erheblich voneinander abweichen (für Deutschland s. z.B. [www.brokervergleich.de](http://www.brokervergleich.de)).

Herding durch Robo-Advisors ist also konzeptionell extrem unwahrscheinlich und außerdem volkswirtschaftlich nicht relevant.

Herding institutioneller Anleger ist jedoch volkswirtschaftlich relevant und konzeptionell möglich. Ersteres gilt analog für die oben erwähnten „risk management algorithms“. Das Problem dabei ist nicht, dass zu viele große Anleger die gleichen Algorithmen nutzen. Das Problem ist auch nicht, dass alle die gleichen Inputdaten nutzen. Das Problem ist, dass vor allem institutionelle Anleger oft ähnliche Restriktionen nutzen und durchaus zu Herding neigen (s. z.B. Otjes, Kevin and de Graaf, Frank Jan, Pension Funds and Herding Behavior; Reviewing the Controversy in the Academic Debate and Distilling Recommendations for Practitioners (June 15, 2012)).

Ein Beispiel sind die oft untereinander sehr ähnlichen Anleihe- und Aktienquoten in der Versicherungsbranche in Deutschland bzw. Anleihe- und Aktienquoten von deutschen Altersversorgern im Vergleich zu ganz anderen Allokationen bei anglo-sächsischen Versicherungen und Altersversorgern.

Die Erklärung für solche ähnlichen Allokationen innerhalb eines Landes sind oft nicht Regulierungszwänge und schon gar nicht ähnliche Modelle oder gleiche Dateninputs, sondern ähnliche „manuelle“ Restriktionen bzw. „Managementvorgaben“ in Bezug auf Asset Allokationen.

Ursache für solches Herdenverhalten sind oft echte oder wahrgenommene Jobrisiken der Verantwortlichen in diesen Organisationen, falls sie von den Allokationen ihrer Branchenkollegen abweichen. Politiker und Regulatoren bzw. Aufseher sollten sich meines Erachtens mehr um „manuelle“ Modellrestriktionen und Jobrisiken der Betroffenen kümmern als um Modelle und Dateninputs.

Auch Publikumsfonds zeigen Herdenverhalten, wie z.B. eine aktuelle Studie zu Smart Beta bzw. Faktorinvestments zeigt ("Exploring style herding by mutual funds" von Caterina Santi und Remco C.J. Zwinkels, 14. Juni 2017).



Was können Robo-Advisors tun, um Kritik vorzubeugen? Ich denke, dass größtmögliche Transparenz die beste Antwort ist. So wäre es sehr gut, wenn Anleger und andere Interessenten nachvollziehen könnten, warum ihnen welche Asset Allokation angeboten werden. Außerdem sollte idealerweise nachvollzogen werden können, wann sich die Asset Allokation wie ändern kann. Wenn diese Transparenz gegeben ist, werden Externe wahrscheinlich einfach feststellen können, dass aufgrund der unterschiedlichen Allokationsmodelle mit ihren unterschiedlichen Prognosen bzw. Dateneingaben und Restriktionen kaum Herding zu erwarten ist.

Beispiel: Meine Firma Diversifikator hat einen sehr robusten Ansatz entwickelt, der von der aggregierten Geldanlageallokation aller Anleger weltweit ausgeht. Anleger können sich das für sie passende Portfolio nach diversen (prognosefreien) Kriterien wie dem Wunsch nach verantwortungsvollen Portfolios, Ausschüttungen etc. aussuchen. Nur wenn neues Research ergibt, dass sich die Weltmarktallokation ändert, werden auch die Portfolios der Anleger angepasst. Die Anpassung an die Risikotoleranz der Anleger erfolgt mit unterschiedlichen Beimischungen von „Cash“. Der Grad der Mischung mit Cash hängt nicht von Prognosen für Zinsen oder anderen volkswirtschaftlichen Größen ab sondern nur von der Verlust- bzw. Schwankungstoleranz von Anlegern. Die täglichen Performancedaten der Portfolios aber auch die Rückrechnungsdaten können für eigene Analysen von der Webseite heruntergeladen werden.

Dieser Beitrag erschien in ähnlicher Form zuerst am 7.2.2017 als Kommentar auf [www.dailyfintech.com](http://www.dailyfintech.com).

## KANN MAN DEN MARKT SCHLAGEN? ODER „NUR PASSIV KANN MAN OUTPERFORMEN“ (8-2018)

Hinweis: Dieser Beitrag ist in ähnlicher Form zuerst Mitte 2018 auf dem Robo-Advisor Portal<sup>303</sup> erschienen.

### „Den Markt“ gibt es nicht: Das Multi-Asset Problem

Die erste Frage, die man beantworten muss, wenn man den Markt schlagen möchte ist: „Welchen Markt?“. „Den Markt“ gibt es nicht. Am ehesten können wir vielleicht von der aggregierten Kapitalanlage aller Marktteilnehmer weltweit sprechen. Dazu gibt es interessanterweise nur wenige Studien und noch weniger Indizes und Portfolios (siehe [hier](#)<sup>304</sup>).

### Multi-Asset Benchmarks und Selbsttestmöglichkeiten

---

<sup>303</sup> [www.roboadvisor-portal.com](http://www.roboadvisor-portal.com)

<sup>304</sup> <http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/>

Für meine Firma Diversifikator habe ich daher in 2015 eigene Benchmarks und Portfolios entwickelt, die seit Anfang 2016 frei zugänglich online stehen (Siehe „Weltmarktportfolios“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Auch die (sehr attraktiven) Rückrechnungen dieser Portfolios stehen online.

In der zugehörigen Dokumentation („Das Diversifikatorbuch“<sup>305</sup>) kann man sehen, dass auch diese Benchmarks nicht perfekt sind sondern eine Reihe von Annahmen bzw. Entscheidungen beinhalten. So werden illiquide Anlagen wie Immobilien und Infrastruktur durch entsprechende Aktienindizes bzw. ETFs (passive Exchange Traded Fonds) repräsentiert. Außerdem nutze ich für Performancevergleiche eine schwer zu schlagende 50/50 Aktien/Anleihe-ETF Benchmark.

Interessenten können aber auch andere Quellen für das Benchmarking von Multi-Asset Portfolios nutzen. Dafür sind [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com) und [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) besonders interessant. Bei beiden Seiten ist zu beachten, dass die Ergebnisse in US-Dollar dargestellt werden. Ergebnisse in anderen Währungen können erheblich davon abweichen.

### **„Passiv gibt es nicht“ bzw. das Index-Selektionsproblem**

Ein Index wird immer von Menschen zusammengestellt. Aus 2 Aktien kann man mehrere Indizes machen: Kapitalisierungsgewichtet, gleichgewichtet, Faktorgewichtet etc. Deshalb gibt es mehr Indizes als Wertpapiere. 100% passiv geht also nicht.

Selbst wenn man sich nur auf Aktien beschränkt, ist die Benchmarkwahl nicht einfach. Alle Kapitalmärkte weltweit mit allen Titeln kann man sowieso nicht abdecken, aber Emerging Marktes sollten schon berücksichtigt werden. Man weiß, dass der DAX oder der Dow Jones Industrial Average keine Mid- oder Small-Cap (mittel- und kleinkapitalisierte) Aktien enthalten. Aber auch der MSCI Welt inklusive Emerging Marktes enthält fasst nur hochkapitalisierte Aktien (siehe auch Indexselektion<sup>306</sup>).

Während die Abweichungen unterschiedlicher Multi-Asset Benchmarks bzw. Portfolios vor allem kurzfristig sehr groß sein können, sind die Performanceabweichungen bei traditionellen kapitalgewichteten Aktienindizes aber geringer.

### **Manche Indizes sind einfach zu schlagen**

Manche Indizes kann man recht einfach outperformen. Sogenannte Kursindizes berücksichtigen - anders als Performanceindizes - z.B. keine Ausschüttungen. Ein Portfoliomanager kann einen Kursindex also relativ einfach schlagen, da er Dividenden erhält.

Andere Indizes berücksichtigen fiktive Steuerlasten von Anlegern. Daher findet man viele ETFs auf den Euro Stoxx 50, die den entsprechenden Index outperformen. In den USA hat Fidelity gerade gebührenfreie ETFs angekündigt (siehe hier<sup>307</sup>). Fidelity verdient an diesen

<sup>305</sup> <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/180101-Das-Diversifikator-Buch.pdf>

<sup>306</sup> <http://prof-soehnholz.com/indexselektion-etf-portfolio-dachfonds/>

<sup>307</sup> <https://www.marketwatch.com/story/fund-fees-hit-milestone-as-fidelity-announces-products-charging-0-2018-08-01>

ETFs, indem Aktien verliehen werden und dafür Gebühren genommen werden (Wertpapierleihe).

## **Die Outperformance-Illusion von Faktorinvestments und Smart Beta**

Seit einigen Jahren boomen in den USA und zunehmend auch in Deutschland sogenannte Faktor- oder Smart-Beta ETFs und Fonds. In der einfachsten Form wird auf eine sogenannte Faktor-anomalie gesetzt. So galten gering kapitalisierte Aktien (Small Caps) oder günstige Aktien (Value) lange Zeit als sichere Outperformer gegenüber Large Caps und Wachstumsaktien (siehe z.B. [hier](#)<sup>308</sup>). Ein passives Investment, das auf solche Faktoren setzt (z.B. Faktor oder Smart Beta ETFs), soll traditionelle Indizes outperformen.

Allerdings gab und gibt es immer wieder lange Perioden von Underperformance von solchen Faktoren. So sind Anleger mit Value Investments in den letzten Jahren nicht wirklich glücklich geworden.

Auch hier gilt also: Lange Zeiten von Rückrechnungs-Outperformance müssen nicht zu realer Outperformance in der Gegenwart oder Zukunft führen.

Ich selbst kann sicher nicht prognostizieren, welcher Faktor künftig outperformen wird. Trotzdem verfolge ich selbst zwei systematische Ansätze, mit denen ich zumindest in schwierigen Marktphasen auf Outperformance gegenüber traditionellen kapitalisierungsgewichteten Benchmarks hoffe.

## **Viele Studien zeigen, dass traditionelle Indizes auch ohne Faktorwetten einfach zu schlagen sind**

Der erste dieser Ansätze ist die Gleichgewichtung von Aktien, die ich gegenüber der üblichen Kapitalisierungsgewichtung bevorzuge. Letztere führt dazu, dass jeweils besonders hoch bewertete Aktien auch ein hohes Portfoliogewicht bekommen. Das war z.B. früher der Fall für japanische Aktien, IT-Aktien vor der „Dotcom“ Krise (siehe z.B. [hier](#)<sup>309</sup>), oder Immobilienaktien vor der Krise in 2008 und Technologieaktien heute.

Viele wissenschaftliche Studien zeigen eine Outperformance von Gleichgewichtungen gegenüber Kapitalgewichtungen. Allerdings ergeben die Studien eher höhere Renditen als niedrigere Risiken für gleichgewichtete Portfolios<sup>310</sup>. Manche versuchen das mit Small Cap Effekten zu erklären, aber das ist nicht unbedingt richtig (siehe z.B. auch [hier](#)<sup>311</sup>).

## **Die Illusion des guten Risikomanagers**

---

<sup>308</sup> <https://de.wikipedia.org/wiki/Fama-French-Dreifaktorenmodell>

<sup>309</sup> <https://de.wikipedia.org/wiki/Dotcom-Blase>

<sup>310</sup> siehe z.B. Söhnholz, D. (2012): Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6

<sup>311</sup> <http://www.indexologyblog.com/2018/07/16/the-sp-500-equal-weight-index-a-supplementary-benchmark-for-large-cap-managers-performance-part-i/>

Aktive Manager geben relativ oft zu, dass sie ihre Benchmarks in guten Aktienmärkten nicht schlagen können (obwohl das mit einfachen gleichgewichteten Portfolios möglich erscheint). Sie behaupten, dass ihre Anlagefreiheiten bzw. aktiven Managementfähigkeiten vor allem in Marktkrisen zu geringeren Verlusten führen. Die Studien, die ich kenne, zeigen überwiegend eher das Gegenteil: In Marktkrisen verlieren aktive Portfolios oft noch stärker als Vergleichsindizes.

Multi-Asset Manager hatten es bei der Risikobegrenzung in der Vergangenheit viel einfacher als Aktienfondsmanager, vor allem wenn sie einen hohen Anteil relativ sicherer Anleihen in ihren Portfolios hatten. Allerdings haben solche Anleihen aufgrund von Zinssenkungen sehr viele Jahre lang meist sehr gut performt und vor allem wenige Verluste eingebracht. Im Vergleich zu einfachen starren Benchmarks von Aktien und Anleihen, also 30/70, 50/50 oder 70/30 dürften nur wenige Multi-Assetmanager dauerhafte Outperformance zeigen.

Die meisten Manager mit besonders großen Anlagefreiheiten wie die von Global Macro oder Managed Futures Hedgefonds können jedenfalls kaum überzeugen.

Dabei schaffen es schon sehr einfache Methoden wie die Nutzung der bewährten 200Tagelinie, in Krisen sehr viel besser als klassische Benchmarks abzuschneiden. Multi-Assetmanager müssten daher viel öfter an starren Benchmarks bzw. der 200Tagelinie gemessen werden (siehe auch [hier](#)<sup>312</sup>).

### **Größtes Problem ist das Anlegerverhalten bzw. falsches Market Timing**

Die Performancenachteile gegenüber einfachen passiven Benchmarks sehen noch schlimmer aus, wenn man die Anlegerperformance statt der Portfolioperformance misst. Portfolios bzw. Fonds zeigen meist eine Underperformance gegenüber fairen Benchmarks. Anleger haben aber oft noch viel geringere Renditen als Portfolios oder Fonds ausweisen.

Das liegt vor allem am falschen Timing. So legen Anleger oft in einen Markt oder Fonds an, wenn der einige Zeit besonders gut rentiert hat. Außerdem steigen sie aus, wenn der Markt bzw. Fonds einige Zeit nicht gut gelaufen ist. Anleger, die permanent im Markt bzw. Fonds investiert bleiben oder Sparplananleger schneiden dagegen viel besser ab. Das gilt sogar für institutionelle Anleger (siehe z.B. [hier](#)<sup>313</sup>).

### **Empfehlung für Anleger: Einfach-Passiv ist besser als aktiv und ESG schadet nicht**

Was ist die Konsequenz für Anleger? Sie sollten in passive Multi-Asset Portfolios oder gleichgewichtete Aktienportfolios investieren. Dabei sollten sie auf niedrige Kosten der Angebote achten.

Mein Tipp für Aktienportfolios: Es gibt keine verlässlichen Outperformancefaktoren. Verantwortungsvolle Portfolios, deren Bestandteile nach Environmental, Social und

---

<sup>312</sup> <http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/>

<sup>313</sup> <http://prof-soehnholz.com/institutioneller-sparplan-leiden-des-fondsverkaeufers/>

Governance (ESG) Kriterien selektiert werden, haben keine schlechtere Performance als andere Portfolios (siehe [hier](#)<sup>314</sup>). Daher spricht alles dafür, in verantwortungsvolle Portfolios anzulegen.

### **Empfehlung auch für Robo-Advisors: Einfach-Passiv ist besser als aktiv und ESG schadet nicht**

Das bedeutet, dass Robo-Advisors einfache Multi-Asset Portfolios anbieten sollten, gegebenenfalls um Trendfolge-Risikomanagement-Optionen ergänzt, und dass mehr ESG Portfolios angeboten werden sollten (siehe auch [hier](#)<sup>315</sup>).

## PASSIVRISIKEN: SIND REGULATOREN SCHULD? (11-2018)

Politiker und Regulatoren kritisieren die Macht von Fondsanbietern und fordern deren verstärkte Regulierung (siehe Luis de Guindos, Vizepräsident der Europäischen Zentralbank am 12.11.2018 auf der Euro Finance Week in Frankfurt und Debatte um Blackrock [hier](#)). Die angeblichen Risiken von ansteigenden passiven Anlagen stehen dabei im Fokus („Passivrisiken“). Das ist witzig. Denn Politiker und Regulatoren haben Anbieter passiver Fonds erst mächtig gemacht. Sie sollten lieber die Regulierung institutioneller Kapitalanleger ändern.

### **Passivrisiken: Regulierungsvorgaben an institutionelle Anleger**

Institutionelle Kapitalanleger sind die größte und am stärksten regulierte Anlegergruppe. Das gilt insbesondere für Altersversorger. Diese müssen vor der Kapitalanlage normalerweise sogenannte ALM (Asset-Liability Matching/Management) Studien durchführen (siehe B 2.4. [hier](#)). Damit sollen die Kapitalanlagen (Assets) auf die Verbindlichkeiten (Liabilities) abgestimmt werden.

Die Verbindlichkeiten werden vor allem von zweifelhaften Sterbetafeln und „politischen“ Zinsannahmen bestimmt. So sind diese Verpflichtungen als Basis für Optimierungen völlig ungeeignet.

Die Kapitalanlagen müssen vor allem sicher, liquide und rentabel angelegt werden. Ein Großteil der Anlagen deutscher Altersversorger wird in angeblich sicheren deutschen und europäischen Staatsanleihen angelegt. Dafür müssen Anleger teilweise noch draufzahlen, anstatt risikoadäquate Zinsen zu erhalten. Das ist sehr praktisch für Politiker, die hohe Staatseinnahmen mit Potential für hohe Ausgaben mögen.

Aktien und andere Anlagen sollen für Rendite sorgen (Renditeanlagen). Für die ALM Studien werden für Aktienallokationen typischerweise Standard-Marktindizes genutzt, oft die der

---

<sup>314</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-kann-einfach-guenstig-und-gut-sein/>

<sup>315</sup> <https://www.roboadvisor-portal.com/11-thesen-zur-zukunft-der-robo-advisor/>

Indexmarktführer. Diese Indizes sind kapitalgewichtet, d.h. die Aktien mit den höchsten Bewertungen erhalten die höchsten Indexanteile. Das wirkt prozyklisch, also trendverstärkend.

### **Passivrisiken: Consultants, Jobrisiken und Herdenverhalten institutioneller Investoren**

Es wird immer klarer, dass Indizes im Schnitt dauerhaft nur schwer outperformt werden können. So gibt es zahlreiche aktiv gemanagte Portfolios, die dauerhaft und teilweise viel schlechter als Indizes performen. Institutionelle Kapitalanleger legen Aktien daher zunehmend passiv an. Wenn aktive Mandate vergeben werden, dürfen die „aktiven“ Manager meist nur wenig vom Referenzindex abweichen ("Tracking Error" Vorgaben). So ist das Jobrisiko für institutionell Verantwortliche und für die Assetmanager am geringsten.

Bei der Wahl von Anbietern wird stark auf niedrige Kosten geachtet. Große Anbieter können aufgrund von Skaleneffekten einfacher niedrigere Kosten erreichen als kleine Anbieter. Und große Anbieter können mehr in ihre Marke investieren. Auch institutionelle Anleger und ihre Berater mögen Produkte von Markenanbietern. Auch das reduziert das Jobrisiko.

Regulierung und der Einfluß von Beratern sowie wahrgenommene Jobrisiken von Verantwortlichen führen daher zu Herdenverhalten institutioneller Anleger (siehe [hier](#) und [hier](#) und [hier](#)). Politiker und Regulatoren dürfen sich also nicht beschweren, wenn sehr viel Geld in kapitalgewichtete Indextracker von großen Anbietern fließt.

### **Passivrisiken: Regulierungsänderung, nicht Abbau, und mehr Renditeanlagen**

Einiges kann geändert werden: Altersversorger müssen möglichst realistische Sterbetafeln und Zinsannahmen verwenden dürfen. Ausfallrisiken von Staatsanleihen müssen realistisch bewertet werden dürfen und Staatsanleihen dürfen nicht durch niedrige Eigenkapitalvorschriften begünstigt werden. Diese Maßnahmen würden bei vielen Altersvorsorgern jedoch zu einer starken Unterdeckung führen und müssen daher kompensiert werden können.

Dazu müssen mehr Renditeanlagen wie Aktien zugelassen werden und illiquide Anlagen sollten einen Großteil der Portfolios ausmachen dürfen. (Langfristige) Verlustrisiken sollten Volatilität als Haupt-Risikomaß ersetzen (siehe [hier](#)). Das wäre bei den langen Anlagehorizonten von Altersversorgern auch kein grundsätzliches Problem.

### **Passivrisiken: Verbot der Nutzung kapitalgewichteter Benchmarks?**

Um Konzentrations- und prozyklische Risiken zu reduzieren, könnte die Nutzung von kapitalgewichteten Benchmarks sogar verboten werden. Als Alternative bieten sich zum Beispiel gleichgewichtete Benchmarks an (s. [hier](#)), durchaus auch ESG-Benchmarks (s. auch [hier](#)). Je mehr unterschiedliche Benchmarks verwendet werden, umso weniger sind Konzentrations- und Herdenrisiken zu befürchten.

Und institutionelle Consultants könnten reguliert werden (s. auch [hier](#)), da sie sehr starke Auswirkungen auf Anleger und aggregierte Kapitalanlagen haben können.

Natürlich sollte auch darauf geachtet werden, dass Fondsanbieter (Assetmanager) und Indexverkäufer keine marktbeherrschenden Stellungen erreichen (siehe auch [hier](#)). Aber dafür sollte das aktuelle Wettbewerbsrecht ausreichend sein.

So würden die Kapitalanlagen von Altersversorgern künftig möglicherweise stärker voneinander abweichen. Zum Ausgleich von potentiellen Schieflagen könnte ein Sicherungspool („Einlagensicherung“) eingerichtet werden, der von den Altersversorgern mit Kapital versorgt werden muss.

## ALTERSVORSORGE

### DIE PRIVATE ALTERSVORSORGE MUSS BESSER WERDEN (10-2014)

„Die Rente ist sicher“ sagte Norbert Blüm vor vielen Jahren. Er hat aber nicht gesagt, ob die Rente auch ausreichen wird. Heute ist klar, dass es immer schwieriger wird, allen künftigen Rentnern eine ausreichend hohe staatliche Altersversicherung zum würdevollen Überleben zu garantieren.

Laut Bundesregierung steigen Deutschlands Schulden demnächst nicht mehr. Ende 2016 wachsen die Schulden aber immer noch<sup>316</sup>. Und die Schulden sind mit über 2270 Milliarden Euro<sup>317</sup> außerordentlich hoch. Wenn die Zinsen künftig wieder steigen, steigen auch die Staatsausgaben für Zinsen, die einen enormen Anteil am Staatshaushalt ausmachen. Auf den Staat alleine sollte man sich also bei der Altersvorsorge keinesfalls verlassen.

Die private Vorsorge ist aber noch nicht genug verbreitet. Der aktuellste sogenannte Alterssicherungsbericht<sup>318</sup> der Bundesregierung zeigt, dass heute nur 9% des Einkommens heutiger Rentner aus der privaten Vorsorge kommen. Die private Vorsorge muss also dringend ausgebaut werden. Empfohlen werden dafür sehr oft Garantieprodukte und die private Immobilie. Beide Anlagen haben aber erhebliche Nachteile. Aktien können die bessere Altersvorsorge darstellen.

### **Staatliche Altersvorsorge mit demografischen Problemen**

Die sogenannte erste (staatliche) Säule der Altersvorsorge in Deutschland, die im Schnitt 64% der Rente einbringt<sup>319</sup>, funktioniert nach dem Generationsvertragsprinzip. Die arbeitende Bevölkerung von heute zahlt für die Rentner von heute. In der Zukunft gibt es aber immer weniger Berufstätige und immer mehr Rentner<sup>320</sup>. Zusätzliche Vorsorge ist also nötig.

---

<sup>316</sup> [www.staatsschuldenuhr.de](http://www.staatsschuldenuhr.de)

<sup>317</sup> Stand Ende 2016

<sup>318</sup> s. ASID 2011 unter [www.bmas.de](http://www.bmas.de)

<sup>319</sup> s. ASID 2011

<sup>320</sup> s. Bundesinstitut für Bevölkerungsforschung [www.ib-demografie.de](http://www.ib-demografie.de)

## **Betriebliche Altersvorsorge vor allem über heute wenig attraktive Anleihen**

Die zweite Säule, die betriebliche, funktioniert konzeptionell schon besser. Hier wird von Berufstätigen und Betrieben zumindest zum Teil schon heute für die Altersvorsorge von morgen gespart. Die Anlage der Gelder ist aber relativ stark reguliert. Das führt dazu, dass ein Großteil der Gelder in bisher als sicher geltenden Anleihen, vor allem Staatsanleihen, angelegt wird<sup>321</sup>. Die Verzinsung dieser Anleihen ist derzeit sehr gering. Und wenn die Zinsen steigen, fallen die Preise der Anleihen. Selbst wenn man über eine betriebliche Altersvorsorge verfügt, ist diese zudem meist Beitrags- und damit Rentenbetragsmäßig begrenzt.

## **Bisherige private Altersvorsorge mit Problemen**

Daher sollte man zusätzlich privat vorsorgen. Je nachdem, wie viel Zeit man noch bis zum möglichen Renteneintritt hat, kann man die Anlage unterschiedlich riskant auswählen. Ist es nicht mehr lange hin bis zum Austritt aus dem aktiven Berufsleben, wird man eher konservativ anlegen. Wenn man relativ viel Zeit hat, kann man mutiger anlegen<sup>322</sup>. Konservativ hieß bisher: Viele Anleihen, wenig Aktien. Bei steigenden Zinsen gilt das nicht mehr. Andere Allokationen sind gefragt.

## **Eigengenutzte Immobilien haben erhebliche Risiken**

Zur privaten Altersvorsorge bei langem Zeithorizont werden oft eigengenutzte Immobilien empfohlen<sup>323</sup>. Aber eigengenutzte Immobilien haben erhebliche Nachteile. Selbst bei nur 20% Eigenkapitaleinsatz werden für die Anschaffung oft die Ganzen oder ein Großteil der Ersparnisse auf einmal investiert. Für 80% des Hauspreises werden Kreditzinsen fällig, die aktuell prozentual niedrig sind, aber bei einem Zinsanstieg zu hohen monatlichen Belastungen führen können. Das Geld, was für diese Zinszahlungen benötigt wird, steht zum Sparen nicht mehr zur Verfügung.

Was ist, wenn die Immobilie zu teuer eingekauft wird? Was ist, wenn unerwartet hohe Neben- bzw. Unterhaltungskosten anfallen? Was ist, wenn man seinen Job verliert? Was ist, wenn man umziehen will oder muss? Selbst wenn alles gut läuft, sind die erzielbaren Renditen von privaten Immobilieninvestments meist relativ gering. In den vielen deutschen Gebieten mit Bevölkerungsrückgang müssen Verluste eingeplant werden<sup>324</sup>. Hinzu kommt, dass man mit den vielen Staatsanleihen aus der betrieblichen Altersvorsorge plus nur einer privaten Immobilie nicht gut diversifiziert ist. Wenn man zusätzlich über sogenannte Kapitallebensversicherungen mit Garantie- und Sparkomponente verfügt, ist man mit diesen heute oft auch überwiegend in Anleihen investiert<sup>325</sup>.

## **Aktien sind eine unterschätzte Langfristanlage für die Altersvorsorge**

---

<sup>321</sup> s. [www.aba-online.de](http://www.aba-online.de)

<sup>322</sup> s. z.B. [www.vz-nrw.de](http://www.vz-nrw.de) unter dem Stichwort Altersvorsorge

<sup>323</sup> s. z.B. Stiftung Warentest

<sup>324</sup> s. Wirtschaftswoche, „Was aus 20.000 Euro wurde“ vom 24.7.2014

<sup>325</sup> s. BAFIN Kapitalanlagen der Erstversicherer



In den Portfolios deutscher Privatanleger sind Aktien dagegen kaum vertreten. Aktieninvestments gelten als riskant, kann man anführen. Risiko wird dabei aber meist als Preisschwankung gemessen. Für die Altersvorsorge interessiert aber kaum, wie die Aktienwerte zwischen heute und dem Renteneintritt schwanken. Es interessiert vor allem, ob man am Ende mehr erwirtschaftet hat als mit anderen Kapitalanlagen. Diese Wahrscheinlichkeit ist bei einem diversifizierten soliden Aktienportfolio sehr hoch, wie man selbst einfach feststellen kann, indem man sich einen Weltaktienindex über verschiedene Zeiträume ansieht<sup>326</sup>. Das gilt vor allem bei Sparplanlösungen<sup>327</sup>. Entgegen landläufiger Meinung und häufigem Rat kann man mit einem kontinuierlich investierten Aktienfondsportfolio so eine viel bessere Altersvorsorge aufbauen als mit den meisten anderen Kapitalanlagen.

## TEST-IT-YOURSELF: RENTEN-TOOLS BZW. MEHR AKTIEN FÜR ALTE (12-2016)

„Jeder sollte über eine Strategie für die Ruhestandsfinanzierung verfügen um seine Ersparnisse so zu verwalten, dass sie bis zum Lebensende reichen. Eine Ruhestandsstrategie sollte die individuellen Pläne (Reisen, längeres Arbeiten usw.), Einkommensquellen und den jeweiligen Gesundheitszustand des Einzelnen berücksichtigen“<sup>328</sup>.

Dazu müssen mindestens die folgenden Fragen beantwortet werden:

- 1) Wie viel Netto-Vermögen ist zu Ruhestandsbeginn vorhanden?
- 2) Wie viel regelmäßiges Ruhestandseinkommen wird aus gesetzlichen, betrieblichen und bisher abgeschlossenen privaten Rentenversicherungen erwartet?
- 3) Wie viel Geld wird im Alter regelmäßig und für Sonderausgaben benötigt?
- 4) Wie lange sollte das Geld halten bzw. wie alt wird man im besten bzw. schlechtesten Fall?

Zu den Ausgaben, die berücksichtigt werden müssen, gehört z.B. der Unterhalt und ggf. der altersgerechte Umbau für das selbstgenutzte Eigenheim. Außerdem muss geschätzt werden, wie viel Geld regelmäßig für Neuanschaffungen wie Auto oder Urlaube zurückgelegt werden sollte, wie viel Geld man zusätzlich für Pflege in der Zukunft braucht und wie viel Geld in Reserve bleiben soll, zum Beispiel um unerwartete gesundheitliche Probleme zu beheben oder zu lindern<sup>329</sup>.

---

<sup>326</sup> s. z.B. auf [www.onvista.de](http://www.onvista.de) oder [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com)

<sup>327</sup> s. [www.bvi.de](http://www.bvi.de) unter „fonds-sparplan“

<sup>328</sup> Aegon Ruhestandsstudie 2016, S. 21

<sup>329</sup> Es gibt einen guten Morningstar Report zu dem Thema, siehe David Blanchet: „Estimating the true cost of retirement“, 5.11.2013; zur Portfolio-Erbschaftsplanung ist ein anderer Ansatz interessant: „How to Create a Succession Plan for Your Portfolio“ von Christine Benz von Morningstar vom 23.9.2016

„Online-Tools und digitale Vermögensverwalter ( Robo-Advice) können Erwerbstätigen bei der Festlegung des erforderlichen Aufwands helfen und Investitionsmöglichkeiten für ihre Gelder aufzeigen.“<sup>330</sup>

Ein kostenloses Finanzplanungstool, das auch nicht mit persönlichen Daten bezahlt werden muss, findet sich auf <http://www.finatra.de>. Und unter <http://www.dia-vorsorge.de/dia-tools/> findet man einige weitere kostenlose (Renten-)Tools, für die ebenfalls keine Speicherung persönlicher Daten zur Nutzung nötig ist.

Für die Schätzung der Dauer der Ruhestandsphase kann man z.B. den Lebenserwartungsrechner auf [www.dia-vorsorge.de](http://www.dia-vorsorge.de) nutzen. Als weiteres Tool kann man den dort angebotenen Sparplanrechner verwenden. Dort geht man auf die Auszahlungsberechnung und gibt seine angesparte Liquidität und seine erwartete gesetzliche und betriebliche sowie ggf. private Rente ein.

Laut Deutscher Rentenversicherung werden heute, mit steigender Tendenz, im Schnitt ca. 20 Jahre lang Renten gezahlt. Im Schnitt heißt aber, dass einige Renteneempfänger auch wesentlich länger als 20 Jahre von ihren Ersparnissen leben müssen.

Nehmen wir den Fall eines erfolgreichen Selbstständigen an, der sich zur Ruhe setzen will. Wenn man eine Million Euro gespart hätte und keine laufenden Ruhestandseinnahmen erwartet, erhält man bei erwarteten Anlagerenditen und einer Inflation von 0 und einer Restlebenserwartung von 40 Jahren eine monatliche Bruttozahlung von gut 2083 Euro.

Mit kleinen Variationen ergeben sich jedoch ganz andere Zahlen. Nehmen wir an, dass das Kapitel für 30 erwartete Restlebensjahre durchaus riskant angelegt werden kann und nur in den letzten 10 Jahren konservativer investiert werden soll. Nehmen wir weiter an, dass in der riskanten Anlagezeit nach Steuern und Inflation 4% netto pro Jahr erreicht werden. Vereinfacht setzen wir daher für die ganze Periode 3% pro Jahr an. Dann gibt sich eine monatliche Zahlung bzw. „Entnahmemöglichkeit“ von 3548 Euro statt 2083 Euro monatlich.

Als Kapitalanlagestrategie bieten sich eher aktiendominierte Strategien für die ersten 30 Jahre und dann ggf. Mischformen oder überwiegend Anlagen in dann noch sichere Anleihen oder Cash an. Die Anlagen sollten stark risikogestreuert erfolgen, zum Beispiel über kostengünstige ETFs. Dazu kann man, wie von AON empfohlen, inzwischen günstige Robo-Advisors nutzen.

Alternativ kann man zu Ruhestandsbeginn eine Sofortrente bei einer Versicherung kaufen. Dabei kommt man nach <http://www.biallo.de/sofortrente/> bei einer Soforteinzahlung von einer Million Euro als heute 63jähriger auf eine garantierte Rente von 3200 bis 3400 Euro. Zum Vergleich kann man eine Million Euro im oben genannten Auszahlungsrechner von [www.dia-vorsorge.de](http://www.dia-vorsorge.de) eingeben und kommt so bei Renditeannahmen von 0 und einer Zielentnahme von ca. 3400 Euro auf eine Rentenzahldauer von 24 Jahren. Ohne Versicherung reicht die Liquidität von einer Million Euro also 4 Jahre länger als die durchschnittliche Rentenzeit von 20 Jahren. Oder anders gerechnet: Wenn die laut Biallo besten Rentenversicherungen mit 20 Jahren

---

<sup>330</sup> Aegon Ruhegehaltsstudie 2016, S. 21

Restlebenszeit kalkulieren und 0 Prozent Wertentwicklung ansetzen würden, müssten sie eine Rente von über 4100 Euro monatlich garantieren.

Wenn man mit einer durchschnittlichen Ruhestandszeit rechnet, spricht daher einiges dafür, keine Sofortrente zu kaufen sondern das Kapital selbst anzulegen. Das gilt insbesondere dann, wenn man im Schnitt positive Kapitalanlagerenditen erwartet.

Dabei kann man es auch mit einer Kombination versuchen, z.B. 20 Jahre lang in ein günstiges und breit gestreutes aktienlastiges ETF-Portfolio anlegen und sich dann vielleicht doch noch eine garantierte Sofortrente einkaufen. Im Zweifel sind die Zinsen dann höher als heute, so dass man damit eine höhere laufende Rente garantiert bekommt. Außerdem kann man sich dann die Versicherung aussuchen, von der man erwartet, dass sie noch mindestens 10 Jahre die angestrebte Rendite erreichen kann. Das sollte leichter fallen als heute einzuschätzen, welche Versicherung auch in 20 Jahren noch besonders gut ist.

Vor dem Hintergrund einer 20jährigen Rentenlaufzeit ist es interessant, dass es heute kaum Rentenversicherungen gibt, welche Fondsinvestments in der Rentenphase ermöglichen<sup>331</sup>. Und die wenigen angebotenen Produkte legen nur einen kleinen Teil in aktienlastige Fonds an und den größten Teil in den sogenannten Deckungsstock, der sehr stark anleihehaftig ist<sup>332</sup>.

Aber es gibt erste Versicherungen, die aktienorientierte Anlagen auch für das Alter empfehlen. So sagt die Helvetia Leben: „Der 50plus-Generation empfehlen wir, lange an einer hohen Aktienquote festzuhalten und erst im hohen Alter eine lebenslange Rente zu vereinbaren“<sup>333</sup>.

Doch bei Anlegern besteht offenbar noch ein großes Informationsdefizit:

„Weniger als 10 Prozent der deutschen Beschäftigten haben Zugriff auf digitale Tools (wie zum Beispiel Online-Instrumente für die Ruhestandsplanung, digitaler Zugriff auf die Kontrolle und Verwaltung des eigenen Altersguthabens, Webcasts und Seminare über Sparmodelle für den Ruhestand), die ihnen dabei helfen könnten, sich auf den Ruhestand vorzubereiten und ihre Rentenkonten zu verwalten“<sup>334</sup>.

Über zwei Drittel der Befragten, denen online Modellierungsinstrumente angeboten werden, halten diese aber für sehr bzw. sogar äußerst hilfreich<sup>335</sup>. Alleine schon die Selbstbeschäftigung mit Versorgungsthemen ist gut<sup>336</sup>.

---

<sup>331</sup> siehe Das Investment: Rente sucht Fonds: Warum sich Fondsprodukte auch in der Entsparphase lohnen“ vom 19.9.2016

<sup>332</sup> s. Das Investment, 19.9.2016

<sup>333</sup> Guntram Overbeck in „Gegen den Nullzins: So kombiniert Helvetia Fondspolice mit Auszahlplan“ in Das Investment, 20.9.2016

<sup>334</sup> s. Aegon Ruhestandsstudie 2016, S. 4

<sup>335</sup> s. Aegon Ruhestandsstudie 2016, S. 14

<sup>336</sup> siehe Lissington, Robert J.; Mathews, Claire D.; Naylor, Michael J.: Self-Assessment of retirement-preparedness“, Working Paper, vom 26.8.2016

## WIR BRAUCHEN EINE "ZUKUNFTSPARTEI", DIE SICH WIRKLICH FÜR DIE ZUKUNFTSSICHERUNG EINSETZT (1-2015)

Ich bin politisch interessiert. Mich interessieren vor allem die Antworten auf die Fragen: 1) Wie kann man das Leben für die Benachteiligten dieser Welt verbessern und 2) Wie können sich nachfolgende Generationen ("unsere Kinder") noch ein finanziell gesichertes Leben leisten?

Zu der Antwort auf die erste Frage kann ich leider nicht viel beitragen. Deshalb konzentriere ich mich hier auf den Versuch einer Antwort auf die zweite Frage.

Voraussetzungen für ein finanziell gesichertes Leben der nächsten Generationen sind aus meiner Sicht vor allem:

- 1) Abbau der Staatsverschuldung, damit die nächsten Generationen die fälligen Kreditzinsen auch bei steigenden Zinsen noch zahlen können.
- 2) Stärkung der umlagefinanzierten Altersversorgung (Renten/Pensionen aber auch Krankheitsversorgung/Pflege), vor allem durch Förderung des Zuzugs von Ausländern als zusätzlichen Beitragszahlern
- 3) Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge (z.B. durch Einführung von sogenannten Opting-Out-Modellen)

Das sind aus meiner Sicht die wichtigsten Themen, denen sich eine an der Zukunft orientierte deutsche Partei widmen sollte. Heute kann ich glaubwürdige Bestrebungen zu den drei oben genannten Punkten bei keiner Partei erkennen. Eher ist das Gegenteil der Fall, wie die Rente mit 63 zeigt.

Aber heute ausgeben bzw. versprechen, was andere eventuell in der Zukunft zahlen müssen, ist ja auch leichter. In privaten Gesprächen scheinen das viele zu verstehen. Trotzdem werden oft vor allem die Parteien gewählt, die viel versprechen. Ich hoffe, daß bald mal eine Partie wagt, die Wahrheit zu sagen und trotzdem - oder am besten gerade deswegen - eine hohe Zahl von Stimmen erhält.

Vielleicht kann man so auch für das erste oben genannte Ziel der Hilfe für die Benachteiligten außerhalb von Deutschland so mehr tun: Wenn es Deutschland besser geht, kann man anderen besser helfen. Wenn Deutschland mehr Ausländer beschäftigt und besser ausbildet, können diese mehr Transferleistungen ins Ausland erbringen.

## DIE PRIVATE ALTERSVORSORGE MUSS BESSER GEFÖRDERT WERDEN (8-2014)

Schon heute gibt es steuerliche Vorteile, indem private und betriebliche Altersvorsorgebeiträge steuerfrei gestellt werden. Diese reichen aber als Anreize offenbar nicht aus, um die private Vorsorge so schnell und stark wie erforderlich zu steigern.

Die private Altersvorsorge, die bisher überwiegend in Form stark regulierter klassischer Kapitallebens- und Rentenversicherungen erfolgt – hat besonders stark mit dem derzeitigen Niedrigzinsumfeld zu kämpfen. Es wird sehr schwer, über die zugesagte Mindestverzinsung hinaus Renditen zu erwirtschaften. Und die Anlagemöglichkeiten der Versicherungen werden durch Liquiditäts- und zunehmende Solvenzanforderungen (z.B. Solvency II) eher noch geringer als freier. Außerdem fallen für versicherungsförmige Lösungen oft hohe Abschluss- und laufende Kosten an, was durch Zinseszinsseffekte zu niedrigeren Auszahlungen in der Leistungsphase führt. Heute kommen Modelle mit Kapitalerhaltungs- oder Mindestgarantie sowie breit diversifizierte Fonds ohne Garantien zum Einsatz, selten jedoch langfristig renditestarke Anlagen wie Aktienfonds und gar keine weniger liquiden Anlagen wie Immobilien oder Infrastruktur.

Um die private Altersversorgung zu stärken und zu ihrer weiteren Verbreitung beizutragen, macht m.E. Folgendes Sinn:

- 1) Förderung langfristiger Anlagen: Altersvorsorge sollte früh einsetzen und langfristig erfolgen. Die bisherigen Systeme der Altersvorsorge führen aber durch Liquiditäts-, Solvenz- und andere Anforderungen zu ganz überwiegend kurzfristigen Anlagen bzw. Anlagen in angeblich sichere Staatsanleihen. Künftig sollten auch langfristige und eher illiquide Anlagen in Infrastruktur und unternehmerisches Eigenkapital gefördert werden.
- 2) Investments in illiquide Anlagen sollten steuerlich wie andere Altersvorsorgeaufwendungen behandelt werden.
- 3) Leistungen aus der privaten Altersversorgung sollten auch bei Bezug von Grundsicherung im Alter Schonvermögen darstellen. Damit steigt auch bei niedrigen Einkommensgruppen die Bereitschaft, privat für das Alter vorzusorgen.
- 4) Mittel- bis langfristig sollte die private Anlage attraktive Renditen bringen, um einen möglichst großen Kapitalstock im Alter zur Verfügung zu haben. Die private Altersvorsorge sollte sich daher auf renditeattraktive Anlagen wie Aktien fokussieren. Mittelfristig sind breit aufgestellte Aktienportfolios in der Vergangenheit besonders attraktiv gewesen. Für ältere Anleger mit kürzerem verbleibenden Anlagehorizont, z.B. unterhalb von 10 oder 12 Jahren, sollten risikoärmere Anlagemöglichkeiten angeboten werden. Neben echten Garantielösungen sollten dabei aber auch wesentlich kostengünstiger umzusetzende sogenannte „Best-Efforts“-Produkte mit Wertuntergrenz-Zielen zum Tragen kommen dürfen.
- 5) Vor allem Vertriebsprovisionen zu Vertragsbeginn und während der Ansparphase führen über den Zinseszinsseffekt zu erheblichen Reduktionen in der Leistungsphase. Alle solche

Provisionen zusammengenommen ergeben auch bei relativ geringen Sparraten bzw. Ansparsummen erhebliche Kosten. Für die private und betriebliche Altersvorsorge ist denkbar, dass keine Provisionen mehr vom Endkunden verlangt werden dürfen. Die nötige Aufklärung des Anlegers kann durch allgemeine staatliche Aufklärung, die Fondsbranche bzw. Anbietervereinigungen insgesamt, kostenlose Angebote von Produktanbietern und optional aber kostenpflichtig durch unabhängige Honorarberater und Verbraucherzentralen erfolgen.

## SCHULDENABBAU: WIR BRAUCHEN EIN ENKELMINISTERIUM (9-2017)

Ein Enkelministerium, das sich um das Wohl der Generation der Enkel kümmert, wäre gut. Der Fokus von Parteien bzw. Politikern ist der Gewinn der nächsten Wahlen. Selbst wenn das aussichtslos erscheint, wollen sie zumindest ihre Bekanntheit steigern. Das geschieht oft, indem neue Forderungen gestellt werden, was z.B. „der Staat“ oder „die Unternehmen“ noch tun sollen. Das ist sogar verständlich. Verständlich ist auch, dass Politiker sofortige Leistungen versprechen, die aber erst in der Zukunft bezahlt werden müssen. Weniger verständlich ist, dass Wähler darauf reinfallen.

### **Hohe explizite und implizite Verschuldung**

Die Verschuldung der Bundesrepublik ist hoch. Das gilt vor allem für die implizite Verschuldung, also die Zusagen für künftige Leistungen (siehe Daniel Stelter: "Was Deutschland jetzt mit den sprudelnden Staatseinnahmen machen muss", in manager magazin, Stand 15.5. 2017).

Eine hohe Schuldenlast in Zeiten sehr niedriger Zinsen und bei einer guten Konjunktur ist möglicherweise vertretbar. Aber was ist, wenn die Zinsen steigen und die Wirtschaftsleistung sinkt, z.B. aufgrund von Handelsbeschränkungen oder demografischen Entwicklungen?

Warum wird die immense deutsche Schuldenlast nicht reduziert? Da es der Wirtschaft gut geht, hat der Staat sogar Einnahmeüberschüsse, die dafür verwendet werden könnten. Wenn es dem Staat schlecht geht, können keine Schulden abgebaut werden. Im Gegenteil, in schlechten Zeiten erhöhen sie sich meist wieder, angeblich "um die Wirtschaft anzuschieben".

Das Problem: Weder Politiker noch Wähler profitieren direkt oder sofort von Schuldensenkungen. Wenn individuelle Steuern oder Abgaben gesenkt werden, ist das anders. Auch Ausgaben z.B. für Infrastruktur machen sich für die Nutzer schnell bemerkbar. Aber die Senkung künftiger Schulden durch Reduzierung aktueller Leistungen ist nicht populär.

### **Mehr Folgekostentransparenz ist erforderlich**

Der wichtigste zukunftsorientierte Ansatz ist Transparenz. Wenn Wählern klar wäre, was die Forderungen bzw. Beschlüsse, die zusätzlichen Ausgaben herbeiführen, kurz-, mittel- und langfristig bringen und was sie wirklich kosten, können sie besser entscheiden, als wenn den Wählern nur die kurzfristigen Vorteile präsentiert werden.

Es hilft aber nicht, wenn diese Nutzen- und Kostenprognosen unter unrealistischen Annahmen getroffen werden. So wie die Aufsicht von Finanzproduktanbietern verlangt, verschiedene

Szenarien zu veröffentlichen, müssten auch Politiker verschiedene Politiksznarien rechnen und transparent machen.

Immerhin muss bei neuen Gesetzen heute schon abgeschätzt werden, wie viel Bürokratiekosten die Umsetzung der Gesetze verursacht. Ob diese Schätzungen realistisch sind, ist aber fraglich (siehe z.B. Wirtschaftswoche vom 6.10.2012: Bürokratie: Was kosten deutsche Gesetze?). Bürokratiekosten sind aber nur ein kleiner Teil der möglichen Kosten. Vor allem Opportunitätskosten werden oft vernachlässigt. Eine nicht durchgeführte Milliardeninvestition reduziert auch die Zahlungen für künftige Zinsen. Bei den höheren erwarteten Zinsen können da ganz schnell sehr hohe künftige Belastungen aufgebaut oder vermieden werden.

### **Weniger künftige Zahler**

Es ist klar, dass künftig wesentlich weniger deutsche Arbeitende für wesentlich mehr deutsche Rentner/Pensionäre sorgen müssen. Enkel brauchen verlässliche Modelle nach denen berechnet werden kann, wie viele Menschen künftig wie hohe Steuern und Abgaben aller Art zahlen müssen, um heute beschlossene Ausgaben zu finanzieren. Das betrifft z.B. eine frühe Rente, Mindestlöhne, Rechtsansprüche auf Kindertagesstätten etc.. Die Enkel würden dann wohl auch besser verstehen, dass steigende Zinsen, die ja von vielen seit langem erwartet würden, verheerende Auswirkungen auf die vielen hochverschuldeten öffentlichen Haushalte haben würden.

Am besten wäre es, wenn nicht nur Beschlüsse bzw. Gesetze vor der Umsetzung auf Kosten geprüft würden, sondern bereits bei Forderungen kritisch früh nach den Kosten gefragt würde.

### **Journalisten müssen mehr nachrechnen**

Dafür sind eigentlich die Medien da. So kann man zwar nicht alles gut berechnen, aber versuchen sollte man es auf jeden Fall. Denn solche Berechnungen zwingen zumindest zum logischen Durchdenken von Vorschlägen und möglichen Konsequenzen bzw. Folgekosten. Aber die Vorabkontrolle durch Medien hat trotzdem viele viel zu teure Vorhaben nicht verhindern können.

Meiner Ansicht fehlt eine Kontrolle heutiger Forderungen und Beschlüsse durch diejenigen, die künftig die Lasten der Umsetzung tragen müssen. Der Einfachheit halber nenne ich sie „die Enkel“. Künftig sollte jedes Gesetz bzw. anderweitige öffentliche Beschlüsse, die hohe Kosten verursachen können also auch daraufhin geprüft werden, ob sie den Enkeln nutzen oder Schaden bzw. ob die Enkel sie noch finanzieren können bzw. wollen.

### **Die Schuldenuhr muss überarbeitet werden**

Kommunikativ kann man das durch individualisierte sogenannte Schuldenuhren veranschaulichen. Anstatt abstrakt die insgesamt steigende explizite Staatsverschuldung pro Einwohner zu zeigen, sollten die Schulden pro Arbeitnehmer inklusive der impliziten Schulden gezeigt werden. Kinder, nicht- arbeitende Bürger und Senioren können außen vor gelassen werden, denn sie können die Zinsen für die Schulden in der Regel sowieso nicht zahlen. Die

Schulden sollten vor allem auch alle Altersvorsorgelasten umfassen. So würde individuell deutlich, was für eine Last Schulden bedeuten können.

Wenn das transparent wäre, würden Enkel möglicherweise für die Senkung von Staatsausgaben und nicht für höhere oder bestenfalls gleichbleibenden („schwarze Null“) staatliche Defizite plädieren.

### **Enkelministerium als Zukunftsministerium erforderlich**

Eine systematische Vorab- und Nachkontrolle ist nötig. Am besten kann das erfolgen, wenn die Kontrolle gleichberechtigt mit am Kabinetttisch sitzt und auch gleich Alternativvorschläge präsentieren kann, die vor allem Enkeln nutzen. Ich bin grundsätzlich gegen noch mehr Bürokratie und unnötige und meist teure Reorganisationen. Allerdings macht angesichts der hohen künftigen Kosten ein „Enkelministerium“ vielleicht wirklich Sinn.

So könnte man sonstige zukunftsbezogene Aufgaben bei diesem Ministerium ansiedeln, wie z.B. Forschung und Entwicklung, Umweltschutz, Familie, Entwicklungshilfe etc., also eine Art Zukunftsministerium. Aber auch dieser Vorschlag muss natürlich zunächst auf Kosten/Nutzen geprüft werden.