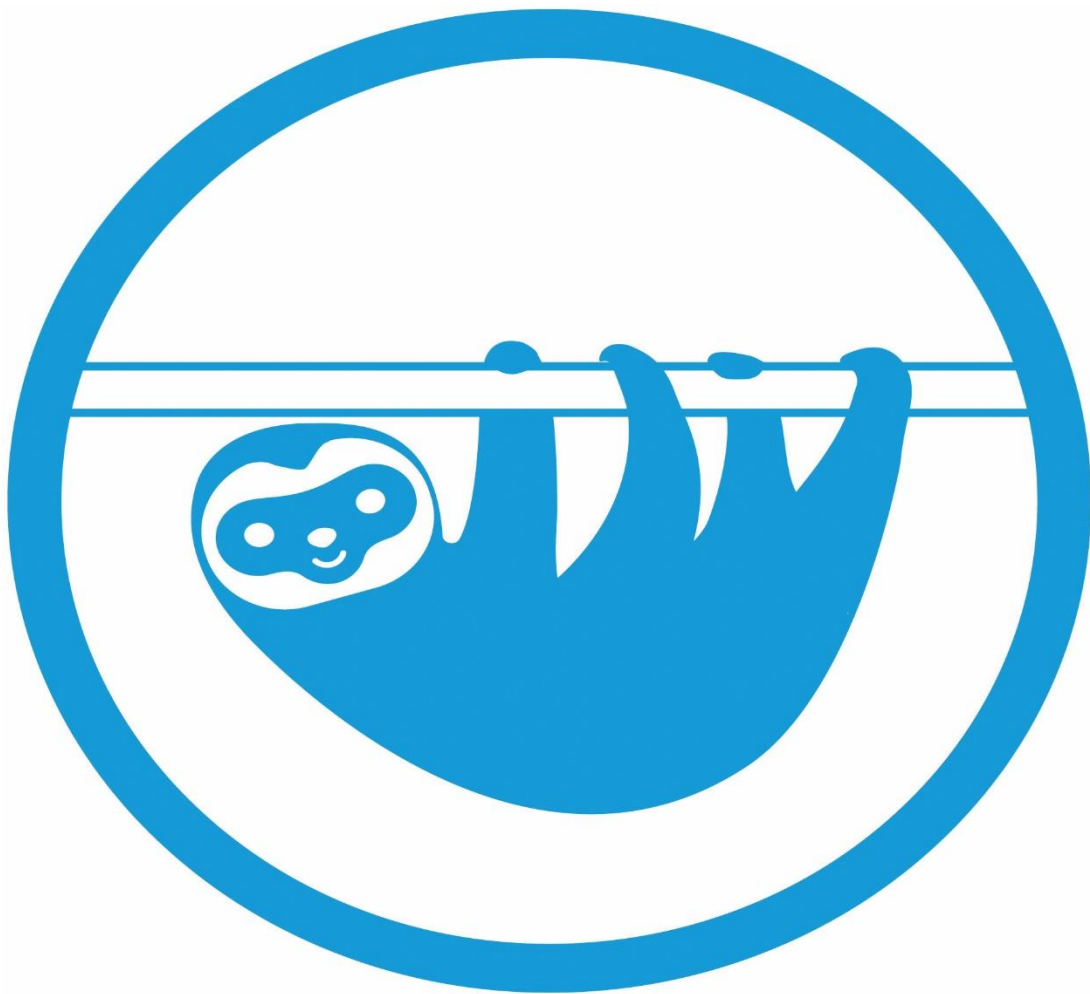


Das Soehnholz ESG und SDG Portfoliobuch

von Prof. Dr. Dirk Söhnholz

Stand: 16. Januar 2023



Die einzelnen Bestandteile dieses Buches sind ab 2015 entstanden. **Seit 2017 sind ESG (Environmental, Social und Governance) und SDG (Sustainable Development Goal) Portfolios der Fokus. Im März 2021 wurde die Diversifikator GmbH in Söhnholz ESG GmbH umbenannt.**

Grobgliederung:

1. Das Konzept: Unternehmens- und Investmentphilosophie
2. ETF- Portfolios: Most passive Assetallokation, Index- und ETF-Selektion
3. Direkte PureESG und SDG Aktienportfolios und investierbare Indizes
4. Der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds
5. Portfolioüberblick
6. Prozess von Portfolioänderungen im Zeitverlauf
7. Nachhaltigkeitspolitik
8. Fragen und Antworten
9. Von A-Z: Warum wir 80% anders sind
10. Literaturverzeichnis

Achtung: Die Werte von Geldanlagen können sowohl steigen als auch fallen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit bietet keine Garantie für die zukünftige Entwicklung des Wertes einer Anlage.

Inhalt

| | |
|--|----|
| 1. Das Unternehmenskonzept..... | 12 |
| 1.1. Ausgangslage: Kapitalanlage sollte einfach, diversifiziert und günstig sein | 12 |
| 1.2. Geschäftskonzept: Transparente Anlage-Modellportfolios zur Beraterunterstützung | 13 |
| 1.3. Was wir nicht sind | 15 |
| 1.4. Modularer Ansatz statt vollständige und integrierte Automatisierung | 16 |
| 1.5. Unsere Ziele: Attraktive Rendite bei erträglichem Risiko und hoher Robustheit statt Pseudo-Optimierungen..... | 19 |
| 1.6. Unser Anspruch: Transparenz auch „nach vorne“ und Nachvollziehbarkeit | 20 |
| 1.7. Unsere Prinzipien bzw. „andere“ Investmentphilosophie: Systematisch, aber ohne Prognosen..... | 21 |
| 1.8. Unsere Umsetzung: Regelbasierte Allokation mit passiven Instrumenten oder einzelnen Wertpapieren..... | 26 |
| 1.9. Die ersten Schritte: Wie wir zum Ausgangs- bzw. Start- Multi-Asset-Portfolio kommen | 27 |
| 1.10. Warum unser Weltmarktportfolio relativ viel Infrastruktur, Immobilien und Rohstoffe enthält ³¹ | |
| 1.11. Strukturierte und nachvollziehbare Index- und ETF-Selektion | 34 |
| 1.12. Steuerliche Aspekte der ETF-Selektion | 35 |
| 1.13. Keine standardisierte Währungsabsicherung..... | 35 |
| 1.14. Individuelle Anpassungen z.B. auf unterschiedliche Zeithorizonte und Anlegertypen..... | 37 |
| 1.14.1. Individualisierungsvariante A: Mischung aus Portfolios mit „Cash“ oder mit kurzlaufenden Anleihen | 38 |
| 1.14.2. Individualisierungsvariante B: Risikosignal-gesteuerte Portfolios..... | 39 |
| 1.14.3. Weitere Individualisierungsmöglichkeiten in Bezug auf illiquide Anlagen..... | 40 |
| 1.15. Sichere „Cash“- Anlage und wo das „Cash“ angelegt werden kann..... | 41 |
| 1.16. Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben | 41 |
| 1.17. Attraktive Honorarberatung..... | 43 |
| 1.18. Datenschutz durch weitgehenden Verzicht auf Analysen von Anlegerdaten (No- bzw. Small Data Ansatz)..... | 45 |
| 1.19. „Verantwortungsvolles“ Investieren und neuartiges ESG ETF-Portfolio..... | 46 |
| 1.20. Institutionelle Ansprüche und Eignung auch für professionelle Anleger..... | 49 |
| 1.21. Keine Nutzung sogenannter Smart-Beta- bzw. Faktorprodukte in den Standardportfolios ⁵⁰ | |

| | | |
|--------|--|----|
| 1.22. | Faktoranalyse statt Faktorinvesting..... | 52 |
| 1.23. | Risikosteuerung über Zeit (Sparpläne) und mit Trend-Signalen | 53 |
| 1.24. | Sehr geringe Kosten im Vergleich zu traditionellen Angeboten und Prozess der Zahlungsabwicklung für die Portfolios..... | 55 |
| 1.25. | Umsetzung im individuellen Depot (Execution only) | 57 |
| 1.26. | Entwicklung weiterer kostengünstiger und depotbankspezifischer Portfolios und Implementierung von Sparplänen..... | 59 |
| 1.27. | Portfolio-Zugang über ETF-Dachfonds, ETF-gebundene Versicherungen und andere Verpackungen | 59 |
| 1.28. | Weitgehende Informationsgleichheit von Kunden, Beratern und Portfoliomanagern und "Test it Yourself"-Ansatz..... | 60 |
| 1.29. | Umgang mit Trittbrettfahrern oder: Vertrauen, Ehrlichkeit und Weiterempfehlungen | 61 |
| 1.30. | Entwicklung von ESG und SDG Portfolios auf Basis von Einzeltiteln..... | 63 |
| 1.31. | Selbstbeschränkung des Anlageuniversums auf Fonds und liquide Aktien und Anleihen... 64 | |
| 1.32. | Reporting und Monitoring von Musterportfolios..... | 64 |
| 1.33. | Wissenschaftliche Basis..... | 65 |
| 1.34. | Risiken und Interessenkonflikte..... | 66 |
| 1.35. | Selbstkritik und kontinuierlicher Verbesserungsprozess | 66 |
| 1.36. | Drei Startportfolios, Zusammenfassung und Abgrenzung zu anderen Ansätzen..... | 67 |
| 1.37. | Über uns..... | 69 |
| 2. | ETF- Portfolios: Assetallokation, Index- und ETF-Selektion | 71 |
| 2.1. | Asset Allokation des Weltmarktportfolios (Start 15.2.1016)..... | 71 |
| 2.1.1. | Einleitung: Assetklassen im Weltmarktportfolio..... | 71 |
| 2.1.2. | Alle Anlagesegmente sollen positive Renditen erzielen können: Kein „Cash“ im Weltmarktportfolio..... | 71 |
| 2.1.3. | Anleihen im Weltmarktportfolio..... | 72 |
| 2.1.4. | Keine Asset-Backed Securities bzw. Pfandbriefe oder Covered Bonds im Weltmarktportfolio..... | 73 |
| 2.1.5. | Keine Kommunalanleihen im Weltmarktportfolio | 73 |
| 2.1.6. | Keine High Yield Bonds im Weltmarktportfolio..... | 74 |
| 2.1.7. | Private Equity im Weltmarktportfolio | 74 |
| 2.1.8. | Small bzw. Mid-Caps im Weltmarktportfolio | 74 |

| | | |
|----------|--|-----|
| 2.1.9. | Rohstoffe im Weltmarktportfolio | 75 |
| 2.1.10. | Immobilien im Weltmarktportfolio..... | 76 |
| 2.1.11. | Infrastruktur im Weltmarktportfolio..... | 76 |
| 2.1.12. | Keine weiteren Anlagesegmente im Weltmarktportfolio | 77 |
| 2.1.13. | Zusammenfassung | 77 |
| 2.1.14. | Keine Währungsabsicherung im Weltmarktportfolio..... | 79 |
| 2.2. | ETF Selektion für das Weltmarktportfolio..... | 80 |
| 2.2.1. | Indexselektion..... | 80 |
| 2.2.2. | Vorgehen bei der ETF-Selektion und Änderungen für 2023 | 81 |
| 2.2.3. | Annahmen, Adjustierungen, Sonderfälle und Abweichungen..... | 86 |
| 2.2.3.1. | Rohstoff-ETFs | 86 |
| 2.2.3.2. | Private Equity-ETFs..... | 87 |
| 2.2.3.3. | Agrarland-ETFs | 87 |
| 2.2.3.4. | Allgemeine Vorbemerkung zu den Rückrechnungen | 88 |
| 2.2.3.5. | Rückrechnung des Weltmarktportfolio Basis | 89 |
| 2.3. | Risikomanagement | 93 |
| 2.3.1. | Einleitung und Vorgehen..... | 93 |
| 2.3.2. | Risikomodell: 200-Tagelinie (bis November 2020) und 40-Tagelinie (ab November 2020) 95 | |
| 2.4. | ESG ETF-Portfolio (Start 15.2.2016) | 97 |
| 2.4.1. | Konzept des ESG ETF-Portfolios | 97 |
| 2.4.2. | Rückrechnung des ESG ETF-Portfolios..... | 99 |
| 2.5. | Alternatives ETF-Portfolio (Start 1.4.2016)..... | 101 |
| 2.5.1. | Konzept des Alternatives ETF-Portfolios | 101 |
| 2.5.2. | Rückrechnung des Alternatives ETF-Portfolios..... | 102 |
| 2.6. | Neue ETF-Portfolios ab 2020: ESG ex Bonds (Income), ESG ex Bonds Trend, ESG Bonds, ESG Bonds EUR (Income) | 105 |
| 2.7. | SDG ETF-Portfolios ab 2020 | 107 |
| 3. | Direktes ESG Aktienkonzept: ESG und SDG Portfolios und investierbare ESG Indizes | 114 |
| 3.1. | Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung..... | 114 |
| 3.2. | Umsetzung verantwortungsvoller Aktienportfolios..... | 116 |

| | | |
|--------|---|-----|
| 3.3. | Das Vorgehen für die ESG Aktienportfolios..... | 117 |
| 3.4. | Deutsche Aktien ESG, Infrastructure ESG und Real Estate ESG (alle 30.12.2016), Global Equities (S) ESG (beide 31.5.2017)..... | 121 |
| 3.5. | Rückrechnungen der ersten ESG Aktienportfolios..... | 122 |
| 3.5.1. | Deutsche Aktien ESG Portfolio..... | 123 |
| 3.5.2. | Infrastrukturaktien ESG Portfolio..... | 124 |
| 3.5.3. | Immobilienaktien/REIT ESG Portfolio..... | 125 |
| 3.5.4. | Global Equities ESG Portfolio..... | 126 |
| 3.5.5. | Global Equities ESG S Portfolio..... | 127 |
| 3.6. | Regelmäßiges Monitoring und Portfolioänderungen..... | 128 |
| 3.7. | Vorgehen für investierbare ESG Indizes (Offline-Start September 2017)..... | 129 |
| 3.8. | Der Global Equities ESG SDG Index (ab Ende 2017)..... | 130 |
| 3.9. | Global Equities ESG SDG (ab 2017), Global Equities ESG SDG Trend (ab 2020) und Global Equities ESG SDG Social Portfolios (ab 2022)..... | 132 |
| 3.10. | Unterschiede zwischen ESG-Portfolios und ESG-Indizes..... | 135 |
| 3.11. | Erweiterungsmöglichkeiten für institutionelle Anleger und Direct bzw. Custom ESG Indexing..... | 135 |
| 4. | Der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds..... | 136 |
| 5. | Portfolioüberblick..... | 139 |
| 5.1. | Portfolioüberblickstabelle mit Erläuterungen..... | 139 |
| 5.2. | Portfoliokurzbeschreibungen..... | 140 |
| 5.3. | Portfolio-Allokationen für 2022 im Überblick..... | 145 |
| 6. | Systematische Portfolioveränderungen im Zeitverlauf..... | 148 |
| 6.1. | Muster- und Anlegerportfolios: Vorbemerkungen..... | 148 |
| 6.2. | Mögliche Gründe für Rebalancierungen..... | 148 |
| 6.3. | Unterschiedliche Rebalancierungsmethoden im Vergleich..... | 149 |
| 6.4. | Warum das Weltmarktportfolio nicht unbedingt rebalanciert werden muss..... | 150 |
| 6.5. | Vorgehen bei der regelmäßigen jährlichen Portfolioüberprüfung der Musterportfolios... | 151 |
| 6.6. | Asset-Allokationsänderungen in normalen Marktphasen..... | 152 |
| 6.7. | Portfolioänderungen bei signalabhängigen Portfolios und Auswirkungen auf Musterportfolios..... | 153 |

| | | |
|--------|---|-----|
| 6.8. | Regelmäßige unterjährige Anpassungen der Aktien- bzw. ETF-Musterportfolios | 153 |
| 6.9. | Weiterführende Informationen für Interessenten an den Portfolios, Anleger und Berater | 154 |
| 7. | Unsere Nachhaltigkeitspolitik | 156 |
| 7.1. | Ausgangslage..... | 156 |
| 7.2. | Überblick über das DVFA Verantwortlichkeitsmessungstool..... | 157 |
| 7.3. | Basis für die Bestimmung von verantwortungsvoller Geldanlagepolitik..... | 158 |
| 7.4. | Ausschlüsse: Mehr sind besser..... | 159 |
| 7.5. | SDG- bzw. Positivauswahl: Nettobetrachtung | 160 |
| 7.6. | Exkurs: Relative Impact Investing, Absolute Impact Investing und Additionalität..... | 161 |
| 7.7. | ESG-Score Definition: Granularer ist besser..... | 165 |
| 7.8. | Best-in-Universe (BiU) ist besser als Best-in-Class (BIC) | 166 |
| 7.9. | Mindestanforderungen an ESG-Scores..... | 167 |
| 7.10. | Stimmrechtsausübung (Voting) und Engagement sind positiv, aber ineffizient..... | 168 |
| 7.11. | Kalibrierung | 170 |
| 8. | Fragen und Antworten | 173 |
| 8.1. | Renditen und Risikokennzahlen | 173 |
| 8.1.1. | Wieso werden die Portfolios als „most passive“ und manchmal auch als einfach bezeichnet? | 173 |
| 8.1.2. | Wieso werden Portfolios explizit für kritische Berater und Anleger angeboten?..... | 174 |
| 8.1.3. | Welche Ziele in Bezug auf Renditen und Risiken werden mit dem Weltmarktportfolio angestrebt bzw. ist die Anlage in die Portfolios besonders rentabel und/oder besonders risikoarm?..... | 174 |
| 8.1.4. | Warum steht auf der Webseite die tagesaktuelle Performance der Portfolios ganz oben? 175 | |
| 8.1.5. | Warum wird die Performance nicht nach dem international anerkannten GIPS-Standard berichtet? | 176 |
| 8.1.6. | Warum starten die ersten Portfolios am 15.2.2016 mit dem echten Trackrecord? | 176 |
| 8.1.7. | Mit welchen Benchmarks sollte man die Portfolios vergleichen bzw. ist das Weltmarktportfolio nicht selbst eine Multi-Asset Benchmark?..... | 176 |
| 8.1.8. | Kann man die Portfolios als Benchmarks für andere Portfolios nutzen?..... | 176 |
| 8.2. | Anlageprozess/Nutzungstipps..... | 177 |
| 8.2.1. | Wie kann man einen passenden Berater/Verwalter finden?..... | 177 |

| | | |
|--------|--|-----|
| 8.2.2. | Wie kann man seine Risikotoleranz bzw. Verlusttragfähigkeit einschätzen?..... | 178 |
| 8.2.3. | Wie kann man Goal Based Investing (GBI), also eine ziel-abhängige Anlage, umsetzen? 178 | |
| 8.2.4. | Warum man mindestens 3 Stunden pro Jahr und nicht nur 3 Minuten für seine Kapitalanlagen „investieren“ sollte..... | 179 |
| 8.2.5. | Wie kann man unterschiedliche Robo-Advisors am besten vergleichen? | 179 |
| 8.3. | Portfolio-/Indexauswahl | 180 |
| 8.3.1. | Warum fokussieren wir uns auf die Themen ESG und SDG Portfolios? | 180 |
| 8.3.2. | Warum bieten wir auch ESG Indizes an? | 181 |
| 8.3.3. | Was beinhaltet der SDG ESG Index? | 181 |
| 8.3.4. | Wie unterscheiden sich die ESG-Portfolios von den ESG-Indizes? | 181 |
| 8.3.5. | Welche ESG-Zusatzservices bietet wir an?..... | 182 |
| 8.3.6. | Bieten wir genug Individualisierungsmöglichkeiten an?..... | 182 |
| 8.3.7. | Wie kann man die Portfolioperformance testen?..... | 182 |
| 8.4. | Portfolioklassifikation | 183 |
| 8.4.1. | Wieso empfehlen wir Mindestanlagesummen?..... | 183 |
| 8.4.2. | Wie kann man Mindestanlagen für die Portfolios herleiten?..... | 184 |
| 8.4.3. | Können die Mindestanlagesummen ignoriert werden, wenn Depotanbieter Aktien- bzw. ETF Bruchstücke umsetzen können? | 185 |
| 8.4.4. | Wie hängen KIID, SSRI, Volatilität und Risiko zusammen?..... | 186 |
| 8.5. | Umsetzung..... | 186 |
| 8.5.1. | Wie kann man ETF-Sparpläne umsetzen?..... | 186 |
| 8.5.2. | Was ist beim ETF-Handel zu beachten?..... | 186 |
| 8.6. | Allokationen | 187 |
| 8.6.1. | Welche Rolle spielen Anleihen in unseren Portfolios?..... | 187 |
| 8.6.2. | Wie kann man die Rendite- und Risikoeffekte unterschiedlicher Asset-Allokationen selbst testen?..... | 187 |
| 8.6.3. | Wie erfolgen Änderungen an Musterportfolios? | 188 |
| 8.6.4. | Warum bieten wir ein reines „Alternatives“ Portfolio an?..... | 189 |
| 8.6.5. | Warum bieten wir seit Anfang 2017 weitere Portfolios an? | 189 |

| | | |
|---------|--|-----|
| 8.6.6. | Manche ETF-Arten, z.B. synthetische ETFs, werden kritisch gesehen. Was meinen wir dazu? | 189 |
| 8.6.7. | Wie unterscheidet sich unser Produktangebot“ von dem Angebot von Onlineplattformen, Pools und Banken? | 190 |
| 8.6.8. | Was für ein Risikomanagement nutzen bzw. liefern wir? | 190 |
| 8.6.9. | Warum bietet wir Risikosteuerungs- bzw. Trendfolgesignale an? | 191 |
| 8.6.10. | Wie sind wir bei der Entwicklung der Risikosteuerungssignale vorgegangen? | 191 |
| 8.6.11. | Warum bietet wir Risikosteuerung auf Basis der 40Tagelinie an und nutzen keine anderen Methoden? | 192 |
| 8.6.12. | Wie kann man die Risikomodelle nutzen? | 192 |
| 8.6.13. | Was halten wir von garantierten Produkten? | 193 |
| 8.7. | Portfolios | 193 |
| 8.7.1. | Welche Portfolios haben wir getestet und nicht online gestellt? | 193 |
| 8.7.2. | Welche Portfolios können wir noch anbieten? | 194 |
| 8.7.3. | Kann man seine reale Portfoliozusammensetzung jederzeit ändern? | 194 |
| 8.8. | Wer wir sind | 195 |
| 8.8.1. | Wie sicher ist die Anlage und was passiert bei einer Einstellung der Aktivitäten der Soehnholz ESG GmbH? | 195 |
| 8.8.2. | Ist die Soehnholz ESG GmbH nicht zu klein, um von seriösen Kooperationspartnern akzeptiert zu werden? | 196 |
| 8.9. | Wir sind anders | 196 |
| 8.9.1. | Wieso bezeichnen wir uns als 80% anders? | 196 |
| 8.9.2. | Wieso ist uns Regeltransparenz so wichtig? | 196 |
| 8.9.3. | Wieso bezeichnen wir uns als unabhängig? | 197 |
| 8.9.4. | Was verstehen wir unter einem dialektischen Ansatz? | 197 |
| 8.9.5. | Wie ist das Geschäftsmodell der Soehnholz ESG GmbH? | 198 |
| 8.9.6. | Was machen wir anders als sogenannte Robo-Advisors? | 198 |
| 8.9.7. | Warum richten wir unser Angebot auf Berater und nicht direkt auf Endkunden aus? ... | 198 |
| 8.9.8. | Auf welche Kundengruppen setzen wir? | 199 |
| 8.9.9. | Werden wir überflüssig, wenn Finanzdienstleister ihren eigenen Robo-Advisor anbieten? | 199 |
| 8.9.10. | Warum sollten Berater uns nutzen bzw. empfehlen? | 199 |

| | |
|--|-----|
| 8.9.11. Welche Berater wir empfehlen bzw. warum gibt es Berater, die keine Portfolios von uns anbieten wollen? | 201 |
| 8.9.12. Was halten wir von Honorarberatung?..... | 201 |
| 8.9.13. In den USA und zunehmend auch in Deutschland wird das Thema Smart Beta propagiert. Was halten wir davon? | 202 |
| 8.9.14. Wieso wir „More Beta“ gegenüber „Smart Beta“ präferieren?..... | 203 |
| 8.9.15. Was halten wir von Gold, Selbstversorgerfarmen und Sammlerobjekten wie Kunst, Oldtimern und Schmuck? | 203 |
| 8.9.16. Werden wir auch geschlossene Fonds und andere illiquide Investments anbieten?..... | 204 |
| 8.9.17. Haben Webseitennutzer Einflussmöglichkeiten auf uns? | 204 |
| 8.9.18. Warum wurde Soehnholz ESG ursprünglich „Diversifikator“ genannt? | 204 |
| 8.9.19. Wie verbindlich sind „Empfehlungen“ für Interessenten an den Musterportfolios?..... | 204 |
| 8.9.20. Kann man unsere Tätigkeit als Portfoliomanagement oder Vermögensverwaltung bezeichnen? | 205 |
| 8.9.21. Wieso werden wir nicht reguliert? | 205 |
| 8.9.22. Welches sind die Hintergründe der Soehnholz ESG GmbH? | 206 |
| 8.9.23. Wie sehen wir die Zukunft von Online-Vermögensberatung und -Verwaltung?..... | 206 |
| 8.10. Kosten..... | 207 |
| 8.10.1. Warum scheinen wir etwas teurer zu sein als einige sogenannte Robo-Berater (Online-„Berater“)?..... | 207 |
| 8.10.2. Wie werden die individuellen Kosten der Services berechnet bzw. bezahlt? | 208 |
| 8.10.3. Muss nur bei exakter Umsetzung der Musterportfolios bezahlt werden?..... | 209 |
| 8.10.4. Was für Kosten fallen für Honorarberater, Single Family Offices bzw. institutionelle Anleger wie Stiftungen an?..... | 210 |
| 8.10.5. Warum haben wir uns für ein Servicegebührenmodell entschieden? | 210 |
| 8.10.6. Warum verlangen wir volumenbasierte und keine erfolgsorientierten Gebühren? | 211 |
| 8.10.7. Bei den günstigen Gebühren, die wir verlangen, müssen relativ viele Kunden gewonnen werden, um profitabel zu werden. Wie soll das gelingen?..... | 211 |
| 8.11. Investmentphilosophie..... | 212 |
| 8.11.1. Wieso ist Investmentphilosophie wichtig und welche Philosophie verfolgen wir? | 212 |
| 8.11.2. Warum bezeichnen wir unsere Ansätze als robust, obwohl unsere Portfolios nicht immer robust gegenüber Marktveränderungen sind? | 212 |

| | | |
|---------|--|-----|
| 8.11.3. | Was machen wir anders als ETF-Dachfonds? | 213 |
| 8.12. | ESG – verantwortungsvolles Investieren..... | 213 |
| 8.12.1. | Welche Rolle spielt verantwortungsvolles Investieren für uns? | 213 |
| 8.12.2. | Warum ist ESG bzw. SRI wichtig, was ist zu beachten und wie gehen wir vor? | 214 |
| 8.12.3. | Was halten Sie von Nachhaltigkeitsratings für ETFs..... | 214 |
| 8.13. | No- bzw. Small-Data | 215 |
| 8.13.1. | Wir propagieren einen sogenannten No- bzw. Small-Data Ansatz. Welche Rolle spielt das Thema Kundendaten bzw. Datenschutz? | 215 |
| 8.13.2. | Welche persönlichen Daten benötigen wir? | 215 |
| 8.14. | Small-Data für Portfolios und Pseudo-Optimierer..... | 216 |
| 8.14.1. | Wie kommen wir zu den Musterportfolios und wie kann man Portfolios (Pseudo-) optimieren? | 216 |
| 8.15. | Rückrechnungen..... | 217 |
| 8.15.1. | Manche Portfolios und Indizes haben erst einen kurzen echten Track Record. Ist das nicht ein großer Vermarktungs-Nachteil?..... | 217 |
| 8.15.2. | Warum nutzen wir nicht immer die „offizielle“ KIID-Risikoklassifikation für unsere Portfolios? | 217 |
| 8.15.3. | Was hat es für Auswirkungen, dass wir für die Rückrechnungen einfache Benchmarks nutzen? | 217 |
| 8.16. | Risiken..... | 218 |
| 8.17. | Weitere Informationsquellen..... | 219 |
| 8.17.1. | Wie würde eine Do-It-Yourself Anleitung für kritische Anleger lauten, die möglichst viel selbst überprüfen wollen, und welche Tool- und Datentipps haben wir?..... | 219 |
| 8.17.2. | Wieso sind wir skeptisch in Bezug auf klassische Kundenklassifikationen nach Alter, Risikoerwartung etc.? | 221 |
| 8.17.3. | Warum bieten wir keine (Tools für) Analysen bestehender Anlageportfolios an?..... | 222 |
| 8.17.4. | Wie können Kunden dabei mithelfen, besser beraten zu werden bzw. bessere Portfolios zu bekommen? | 222 |
| 9. | 80% anders: Unser A-Z | 223 |
| 10. | Literaturverzeichnis..... | 226 |
| 11. | Disclaimer..... | 230 |

1. Das Unternehmenskonzept

1.1. Ausgangslage: Kapitalanlage sollte einfach, diversifiziert und günstig sein

Es gibt schon so viele Investmentprodukte und Anbieter, wozu braucht es da noch einen weiteren Anbieter? Meine Antwort: Die Soehnholz ESG GmbH¹ liefert Beratern² und Anlegern einen „Baukasten“, der grundsätzlich die komplette Vermögensanlage u.a. mit dem besonders diversifizierten sogenannten Weltmarktportfolio oder mit besonders konsequent „verantwortungsvollen“ Portfolios ermöglicht. Meines Wissens war Diversifikator im März 2016 der erste Anbieter eines öffentlichen ESG ETF-Portfolios³. Seit Anfang 2017 stehen Environmental, Social und Governancefaktoren (ESG) und Modellportfolios auf Basis von Aktien (direkt statt ETF-basiert) im Vordergrund der Aktivitäten. Im Laufe der Jahre wurden zahlreiche weitere innovative Portfolios entwickelt.

Die neu entwickelten Portfolios können auch ergänzend zu anderen Anlagen genutzt werden. So kann ein Anleger neben oft intransparenten diskretionären⁴ und prognoseabhängigen quantitativen Ansätzen mit diesen Portfolios eine dritte (nämlich eine systematisch-prognosefreie) Anlagephilosophie in seine Portfolios aufnehmen und so über sehr unterschiedliche Investmentüberzeugungen diversifizieren.

Die Soehnholz ESG GmbH liefert regelbasierte, evidenzbasierte, transparente, robuste und optimierungsfreie („RETRO“) und kostengünstige traditionelle und „verantwortungsvolle“ Investmentlösungen an. Dazu wird auch online eine Endkunden- und Beraterunterstützung angeboten. Berater bzw. Vermögensverwalter sollen für Services mit einer adäquaten Servicepauschale bezahlt werden.

Damit sollten folgende Probleme reduziert werden können:

¹ Die Diversifikator GmbH wurde im März 2021 in Soehnholz ESG GmbH umbenannt

² Berater wird in diesem Buch meist als Oberbegriff für Vermögensverwalter, Finanzplaner, Anlageberater, Anlagevermittler etc. genutzt

³ ETF steht für Exchange Traded Funds. Damit sind meist relativ breit gestreute anlagesegmentspezifische passive bzw. regelbasierte Indexabhängige Investmentportfolios gemeint, die an Börsen gehandelt werden können. ESG steht für Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsfaktoren (Environment, Social, Governance)

⁴ diskretionär bedeutet „nach freiem Ermessen handelnd“

Unzureichende Rendite durch hohe Kosten: Die meisten Anlageprodukte schlagen ihre Vergleichsindizes nicht. Das liegt sehr oft an relativ hohen Kosten der Produkte. Die meisten Banken, Finanz- und Anlageberater bieten überwiegend Produkte mit hohen Provisionen⁵ und selten kostengünstigen Indexfonds (z.B. ETFs, Exchange Traded Fonds) bzw. Modellportfolios an.

Hohe Marktrisiken bzw. geringe Diversifikation: Die meisten sogenannten defensiven Multi-Asset bzw. vermögensverwaltenden Produkte sind stark von Anleihen abhängig. Wenn Zinsen steigen, verlieren Anleihen an Wert. Sehr viele sogenannte dynamische Produkte sind stark von hochkapitalisierten Aktien („Large Caps“) aus Industrieländern abhängig und nutzen nur einen Teil aller Diversifikationsmöglichkeiten.

Hohe Modellrisiken: „Optimierte“ Produkte sind oft stark von Modellen, diesen zu Grunde liegenden Annahmen bzw. Restriktionen und den genutzten Eingabedaten – vor allem Prognosen aller Art – abhängig. Neuere Produkte, wie z.B. Multi-Faktor-Fonds, nutzen oft besonders viele Annahmen. Das führt zu erheblichen Daten-, Prognose- und Modellrisiken und oft zu Fragilität der Portfolios im Gegensatz zu einer unseres Erachtens nötigen Robustheit.

Wenig Transparenz: Es kommen ständig neue Produkte auf den Markt. Es ist für Kunden bzw. Berater kaum möglich, das Angebot an Anlageprodukten zu überschauen. Produkte werden zunehmend komplexer und bieten oftmals nur wenig Transparenz, sogar bei einfach transparent zu machenden Kosten und noch seltener bei Investmentregeln. So können Berater kaum gute Beratung liefern.

Wenig Verantwortung: Unter Experten besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass vor allem Aktienanlagen, die „verantwortungsvollen“ (ESG: Environmental, Social, Governance) Selektionskriterien folgen, keine Rendite- oder Risikonachteile gegenüber traditionellen Portfolios haben. Trotzdem gibt es auch im Jahr 2022 auch international nur sehr wenige (keine?) Angebote mit so strengen ESG-Anforderungen wie unseren PureESG Portfolios, die sich seit Anfang 2017 gut entwickelt haben. Hinzu kommt, dass die Soehholz ESG GmbH über ein besonders breites verantwortungsvolles Portfolioangebot verfügt und sehr schnell zusätzliche maßgeschneiderte Portfolios entwickeln kann.

1.2. Geschäftskonzept: Transparente Anlage-Modellportfolios zur Beraterunterstützung

Aus unserer Sicht sieht ein idealer Anlageprozess wie folgt aus:

⁵ Fonds mit hohen (Vertriebs-)Gebühren zählen oft zu den meistverkauften Fonds

Schritt 1: Finanzplanung: Ausgangslage und Anlage/Ausgabepläne

Schritt 2: Risikotragfähigkeitsanalyse

Schritt 3: Portfoliowahl

Schritt 4: Portfolioimplementierung

Für die Schritte 2 bis 4 haben wir Vorschläge, wie diese effizient umgesetzt werden können. Wir selbst wollen dabei aber keine detaillierten Informationen von Interessenten auswerten bzw. sammeln. Der Interessent entscheidet, welche Daten er welchem Berater zur Verfügung stellt. Wir beraten den Interessenten nicht, sondern stellen ihm und seinem Berater bzw. seiner Bank Tipps, Tools und Modellportfolios zur Verfügung, die helfen sollen, seine Anlagen zu verbessern.

Unser Kernservice ist die Entwicklung einfach umzusetzender Muster- bzw. Modellportfolios zur Unterstützung für Anlageberater (Fokus auf o.g. Schritt 3). Dabei sind wir unabhängig von anderen Finanzdienstleistern, also (ETF-)Produktanbietern, Abwicklungswegen bzw. Depotbanken oder auch Versicherungen. Fokus sind Portfolios, die eine robuste Renditegenerierung ermöglichen sollen. In Kombination dieser „Renditeportfolios“ mit möglichst risikofreien Anlagen (hier auch „Cash“ genannt⁶) können Berater anlegerindividuelle Anlageportfolios anbieten.

Die Portfolios sind mittel- bis langfristig ausgerichtet und nicht Handels (Trading-) orientiert.

Unsere systematisch-prognosefreie Investmentphilosophie unterscheidet sich erheblich von den Anlagephilosophien der meisten anderen Anbieter. Wir versuchen, alle unsere Annahmen transparent und nachvollziehbar zu machen. Anlageberater und idealerweise auch ihre Kunden sollen möglichst die gleichen Informationen haben wie wir. Diese Informationen und auch „Tools“ sollen auch online zur Verfügung gestellt werden.⁷

Dabei gibt es für uns weder „Idealkunden“ noch „Idealberater“: Unsere Services sind unseres Erachtens grundsätzlich für alle Arten von Kunden – vom Kleinanleger bis zum institutionellen Anleger – geeignet, und wir arbeiten gerne mit allen Arten von Beratern zusammen.

Zu unseren Hauptaufgaben gehört neben der Entwicklung von attraktiven Musterportfolios sowie regelmäßigen Rebalancierungssignalen auch die permanente Suche nach Verbesserungsmöglichkeiten für die Portfolios und die „Tools“.

⁶ Unter „Cash“ wird kein Bargeld verstanden sondern möglichst risikolose Kurzfristanlagen wie sogenanntes Giro- oder Tagesgeld. Bei Inflation verlieren solche Anlagen allerdings real an Wert.

⁷ Dabei gibt es rechtliche, aber auch finanzielle Einschränkungen, weil einige Daten bzw. Informationen nicht oder nicht mit für uns vertretbaren Kosten frei zugänglich gemacht werden dürfen bzw. können

1.3. Was wir nicht sind

Wir sehen uns nicht als typisches Fintech-Unternehmen an. Fintechs sind „Technik-orientierte“ Finanzunternehmen: Die Technik bzw. Abwicklung mit einem möglichst hohen Automatisierungsgrad steht für sie im Vordergrund. Wir sind Portfolio-orientierte Strategen, die moderne „Technik“ einsetzen, welche Anleger und Anlageberater bei ihrer Beratung unterstützen soll. Bei uns stehen Portfolio-Strategien und die Bedürfnisse von Beratern und ihren Kunden im Vordergrund, nicht Technik und auch nicht nur eine – durchaus wichtige - Administrations- oder Abwicklungsvereinfachung. Wenn man aber Unternehmen im Finanzbereich, die höhere Daten- und Technik-Kosten als Personalkosten haben, als Fintechs bezeichnet, sind wir doch ein Fintech-Unternehmen.

Wir sehen uns auch nicht als typischen Robo-Advisor an, die voll automatisierte Portfolioempfehlungen für Selbstentscheider liefern. Wir selbst wollen nicht den gesamten Kapitalanlageprozess automatisieren, unterstützen Partner aber gerne dabei.

Die Analyse von Anlagebedarf und Anlagepotential von Anlegern ist sehr sensibel. Die Daten dafür sollten vertraulich behandelt werden. Wir wollen diese Daten nicht haben und automatisieren diesen Teil des Prozesses deshalb auch nicht. Individuelle Kundenberatung ist sehr herausfordernd und – wenn man sie richtig macht – komplex. Diese überlassen wir lieber Beratungsprofis. Wir sind deshalb kein Berater und somit auch kein Robo-Berater.

Wir wollen aber Interessenten helfen, ihre Kapitalanlage möglichst gut zu machen und helfen deshalb mit Tipps für "fremde" Software bzw. Tools und bei der Suche nach Anlageberatern. Wir sind allenfalls ein Berater-Robo, also eine Plattform, die Berater regelbasiert (unser „Algo-Ansatz“) und transparent dabei unterstützt, ihre Kunden gut zu beraten. Von allen Fintech-Segmenten, die typischerweise unterschieden werden, sind wir dem Bereich Wealthtech, speziell den Untersegmenten Advisortech und Advicetech, zuzuordnen.

Wir halten Regulierung grundsätzlich für wichtig und haben als Geschäftsführer bzw. Mitarbeiter regulierter Gesellschaften einige positive Erfahrungen mit Regulierung gesammelt. Unser Geschäftsmodell ist aber so konzipiert, dass wir selbst nicht reguliert sein müssen. Dafür arbeiten wir gerne mit regulierten Partnern zusammen. Bei Bedarf können wir unsere Services auch unter einem Haftungsdach anbieten⁸.

Konkret: Wir beraten keine Privatkunden. Wir haben üblicherweise keine direkten Beziehungen zu Privatkunden, sondern bieten unsere Services über Banken, Berater, Vermittler und Verwalter an.

⁸ Dafür arbeiten wir mit der honorarbasierteren DWPT Deutsche Wertpapiertreuhand GmbH zusammen (nicht exklusiv)

Wir sammeln möglichst keine Privatkundendaten (außer z.B. E-Mail-Adressen von News-Interessenten und ggf. Zugangsdaten, die wir wegen gesetzlicher Vorgaben sammeln müssen) und geben keine personenindividuellen Empfehlungen ab. Wir beraten nur zu nicht-regulierungspflichtigen Themen, z.B. professionelle institutionelle Investoren bzw. Finanzdienstleister bei allgemeinen Fragen der Kapitalanlage z.B. in Bezug auf Asset Allokation und Manager-, Fonds- bzw. Instrumentenselektionsprozesse.

Wir vermitteln nicht: Für unsere Musterportfolios werden Bestandteile nach den von uns entwickelten Regeln ausgesucht. Wir vermitteln keine Produkte und nehmen deshalb auch keine Vermittlungsgebühren an⁹. Wir erhalten aber Servicegebühren von Beratern bzw. Banken und Versicherungen, die unsere Musterportfolios empfehlen. Diese Gebühren sind relativ gering und weitgehend standardisiert. Mögliche Fehlanreize für uns sehen wir dadurch nicht.

Wir vermarkten keine Finanzanalysen von Emittenten oder einzelnen Instrumenten. Allerdings machen wir Produkt- und Emittenten-Analysen für den internen Gebrauch. Und wir betreiben kein Einlagengeschäft: Privatkunden überweisen ihr Anlagegeld nur an regulierte Depotbanken und die Honorare oder andere Vergütungen ggf. direkt an ihre Berater, aber sie sollen keinesfalls Anlagegeld bzw. Einlagen direkt an uns überweisen.

Von der Regulierung her sehen wir uns am ehesten als vergleichbar zu institutionellen Investmentconsultants, die ebenfalls nicht reguliert werden. Konkreter sehen wir uns als nicht-regulierungspflichtige Entwickler regelbasierter Modell- bzw. Musterportfolios („Portfolio-Strategen“, „Modellportfoliobauer“, „Portfolio-Modellbauer“ bzw. „Portfolio-Kompositeure“) an. Im Vorfeld der Gründung der Diversifikator GmbH haben wir eine dementsprechende sogenannte Negativerklärung der BaFin erhalten, d.h., die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen betrachtete unsere Services als nicht regulierungspflichtig.

1.4. Modularer Ansatz statt vollständige und integrierte Automatisierung

Robo-Berater automatisieren den kompletten Anlageprozess. Wir unterstützen Berater und ihre Kunden im Anlageprozess. Wir könnten den ganzen Prozess automatisieren, das würde jedoch sehr

⁹ Wir bieten eine Informations- (zum „client enabling“) und keine Vermittlungsplattform an. Es wird insbesondere nicht bewusst und final auf Anleger – die uns typischerweise vorab nicht einmal bekannt sind – eingewirkt und es werden keine konkreten Geschäfte vorgeschlagen, sondern es wird allenfalls angeregt, Modellportfolios z.B. in einer jeweils anlegerbestimmten individuellen Mischung mit „Cash“ nachzubilden.

viele Annahmen erfordern. Deshalb stellen wir den Kunden und ihren Beratern lieber Tools¹⁰ zur Verfügung, die diese bei den verschiedenen Schritten unterstützen können¹¹.

Wir halten folgendes Vorgehen für sinnvoll:

a) Finanzplanung:

Der Anleger benötigt im Idealfall

- eine Bestandsaufnahme seiner/ihrer¹² aktuellen Einnahmen und Ausgaben (sogenanntes Haushaltsbuch)¹³
- eine Übersicht über sein aktuelles Vermögen und seine Schulden
- Eine Liste seiner geplanten Anschaffungen und anderen Großausgaben: Wohnung/Haus, Kindererziehung, Autos, große Reisen, Pflege im Alter etc.
- Eine Einschätzung persönlicher Großrisiken wie Jobverlust, schwere Krankheit etc.
- Eine Übersicht des Versicherungsschutzes, vor allem in Bezug auf Renten- und Lebensversicherungen inklusive gesetzlicher und betrieblicher Altersvorsorge, Pflege und Berufsunfähigkeitsversicherung etc.
- Eine Nachhaltigkeitskonzeption
- Annahmen über Verzinsung/Renditen von Vermögensanlagen und die Abzinsung (um den aktuellen Gegenwart zu schätzen) von künftigen Verpflichtungen um eine mögliche „Deckungslücke“ zu berechnen.¹⁴
- Eine detaillierte Übersicht über seine Wertpapieranlagen: Dafür macht es Sinn, diese detailliert nach Anlagesegmenten zu gruppieren. Das soll sicherstellen, dass es bei Zusatzinvestment zu keinen unnötigen sogenannten Risikoklumpen kommt, in dem z.B. die Aktienquote zu hoch wird (siehe z.B. Faktoranalyse wie auf www.portfoliovisualizer.com dargestellt).

b) Risikotragfähigkeitsanalyse:

Außerdem benötigt der Kunde eine möglichst objektive Einschätzung seiner Risikotragfähigkeit. Dafür sollte sich der Kunde mit kurz-, mittel- und langfristigen Portfolio-Verlustwahrscheinlichkeiten beschäftigen. Dazu kann er z.B. die Analysen auf

¹⁰ Sofern wir gute kostenlose externe Tools gefunden haben, verweise wir auf diese („Best-of-free-Tools“ Ansatz)

¹¹ dazu siehe auch Abschnitt „Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben“

¹² Zur besseren Lesbarkeit gendern wir nicht

¹³ Diese und weitere Übersichten können mit einem Tabellenkalkulationsprogramm oder z.B. mit dem Lexware Finanzmanager erstellt werden. Wer bereit ist, seine Daten ins Internet zu stellen, kann z.B. auch www.finanzblick.de nutzen.

¹⁴ S. z.B. www.ihre-vorsorge.de unter Rechner & Co. oder auch www.dia-vorsorge.de

www.portfoliocharts.com nutzen oder selbst Analysen erstellen z.B. mit www.portfoliovisualizer.com. Dabei sollte man von der Verlusttoleranz ausgehen. Wenn maximal ein Verlust von 20% in einem Jahr verkräftet werden kann, dann sollte das Renditeportfolio, bei dem man mit 50% Verlust rechnen muss, wenn wieder eine Finanzkrise eintritt, maximal 40% der Anlage betragen und 60% sollten in Cash¹⁵ angelegt werden. Wenn der maximal tolerierbare Wertpapierverlust 10.000 EUR beträgt, sollten maximal 20.000 Euro im Renditeportfolio angelegt werden. Wichtig: Wir halten Verlusterwartungen - wenn sie eine Finanzkrise wie 2008 einbeziehen - für einigermaßen gut einschätzbar. Wir sehen es aber als unmöglich an, verlässliche Renditeschätzungen abzugeben. Deshalb halten wir auch nicht viel von einer vollen Automatisierung des Anlageprozesses, also auch nicht von der automatischen Ableitung einer Portfoliozusammensetzung auf Basis von wenigen nicht wissenschaftlich basierten Fragen. Wenn so etwas gemacht wird, sollte auch auf bisherige Anlagen des Kunden eingegangen werden und deren Risiken berücksichtigt werden. Bei einer solchen Automatisierung müssen viele Annahmen gemacht werden bzw. Schätzungen/Prognosen erfolgen, die sehr schwierig sind.

Für die Geldanlage halten wir das wissenschaftlich basierte Programm der Universität Mannheim für besonders empfehlenswert (s. Tools auf www.behavioral-finance.de)¹⁶.

c) Portfoliowahl:

Aus den oben genannten Informationen kann der Kunden und/oder der Berater im besten Fall analysieren, wie viel Geld in ein Renditeportfolio angelegt werden sollte (bzw. monatlich zu sparen ist) und wie viel Geld in einem Sicherheitsportfolio („Cash“) angelegt werden sollte. Dabei ist auch zu klären, nach welcher Investmentphilosophie das Portfolio angelegt werden soll und ob es „verantwortungsvoll“ oder konventionell ausgerichtet sein soll. Im Idealfall erfolgt vor der Implementierung noch eine steuerliche Analyse der geplanten Anlagen.

d) Portfolioimplementierung:

Nur die automatische Implementierung von Musterportfolios in Depots ist auch hilfreich, gerade wenn es zu Umschichtungen im Portfolio kommt bzw. wenn mit regelmäßigen Sparraten gearbeitet wird. Dabei ist auf eine kosteneffiziente Implementierung zu achten, die

¹⁵ Unter „Cash“ verstehen wir hier möglichst risikolose Anlagen z.B. auf Tagesgeldkonten oder auch kurzfristige Investmentgradeanleihen in Euro, die bei Inflation aber real an Wert verlieren

¹⁶ Auf dieser Internetseite wird eine wissenschaftlich fundierte Einschätzung der prozentualen Verlust- bzw. „Volatilitätstragfähigkeit“ ermöglicht. Diese wird dann mit regulatorisch festgelegten Risikokategorien aus dem KIID (Key Investor Information Document) verglichen, welches für alle liquiden Publikumsfonds verbindlich ist.

z.B. bei direkten ETF Portfolios dazu führt, dass bei teuren Brokern und Depotbankverbindungen nur wenige ETFs bzw. Aktien ins Portfolio kommen¹⁷ und besonders bei ratierlichen Investments (Sparplänen) intelligent zu den einzelnen ETFs allokiert wird.

Alle wesentlichen Entscheidungen in diesem Prozess sollten mindestens einmal pro Jahr systematisch überprüft werden.

1.5. Unsere Ziele: Attraktive Rendite bei erträglichem Risiko und hoher Robustheit statt Pseudo-Optimierungen

Wir streben nicht an, pseudo-optimale bzw. pseudo-optimierte Portfolios zu entwickeln. Optimierungen sind zwar mathematisch manchmal recht einfach zu erstellen, aber Optimierungen sind immer abhängig von den oft zahlreichen Basisannahmen und Restriktionen, die vielfach unrealistisch sind, und von guten Prognosen, die oft sehr schwierig sind. Bei kleinen Änderungen der Annahmen, Daten, Prognosen oder Modelle ergeben sich bei Optimierungen oft große Ergebnisänderungen und damit stark unterschiedliche Anlageempfehlungen. Deshalb sprechen wir von „Pseudo-Optimierungen“.

Man kann solche Pseudo-Optimierungen einfach selbst testen. Dazu gibt es bei www.portfoliovisualizer.com unter der Überschrift 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 Auszahlungsmodelle (Withdrawals) gewählt werden. Das Ergebnis der verschiedenen Optimierungen wird zudem stark durch Restriktionen bestimmt, die man für minimale und maximale Allokationen zu einzelnen Anlagesegmenten nutzt.

Mit unseren Portfolios kann man also weder eine „pseudo“-optimale/maximale Rendite erreichen noch eine „pseudo“-optimale/maximale risikoadjustierte Performance. Mit unseren Portfolios sollen „nur“ attraktive Renditen mit akzeptablen Risiken erwirtschaftet werden. Da wir keine

¹⁷ Wenn ETF-Stücke bzw. Aktien anteilig (Bruchstücke) gekauft werden können, spielt die Aktien- bzw. ETF-Zahl im Portfolio eine geringere Rolle für die Kosten

Prognosen verwenden, werden unsere Basisportfolios über viele potenzielle (Anlage-) Renditesegmente und Länder bzw. Regionen sowie Währungen diversifiziert.

Die Portfolios werden typischerweise mit kostengünstigen Indexfonds umgesetzt, denn geringe Kosten sind einer der wichtigsten Faktoren für attraktive Portfoliorenditen. ESG- bzw. verantwortungsvolle Portfolios werden dagegen überwiegend mit einzelnen Wertpapieren umgesetzt, weil nur so strenge Selektionskriterien umgesetzt werden können¹⁸.

Wir streben außerdem möglichst robuste Anlageportfolios an. Robustheit soll dabei ebenfalls vor allem über eine breite Diversifikation erreicht werden. Deshalb sind Anlagesegmente wie Immobilien, Infrastruktur und Rohstoffe in unseren Basisportfolios vertreten. Um die (Illiquiditäts-)Risiken zu begrenzen, erfolgt das allerdings nur in liquider Form über Aktien aus diesen Bereichen.

Seit Anfang 2017 bieten wir auch aus Einzelaktien zusammengestellte verantwortungsvolle Portfolios an. Weil wir besonders strenge Selektionskriterien nutzen, sind diese Portfolios typischerweise konzentriert.

Auch eine hohe Diversifikation verhindert aber keine Verluste. Da wir keine Prognosen verwenden, können wir nur auf Vergangenheitserfahrungen bzw. Simulationen und Szenarioanalysen Bezug nehmen. Anleger müssen also bei aktienlastigen Portfolios damit rechnen, in Krisen zumindest kurzfristig durchaus 50% Wertverluste hinzunehmen.¹⁹

Berater müssen gemeinsam mit ihren Kunden festlegen, wie viel Geld in unterschiedliche Anlagen investiert werden soll. Wir halten Anleihen nicht für risikolos und schlagen deshalb in Zeiten sehr niedriger Inflation vor, dass Berater unsere Renditeportfolios mit kurzfristigen Anlagen bei möglichst sicheren Banken („Cash“) kombinieren.

Robuste Portfolios setzen sich demnach aus diversifizierten Renditebestandteilen und „Cash“ zusammen. Wenn man unseren Regeln folgt, ergibt sich Robustheit auch durch eine weitgehende Unabhängigkeit von Portfoliomanager-individuellen („diskretionären“) Fehleinschätzungen, Fehlprognosen und Modellfehlern quantitativer Portfoliomanager.

1.6. Unser Anspruch: Transparenz auch „nach vorne“ und Nachvollziehbarkeit

¹⁸ Vgl. [30 stocks, if responsible, are all I need - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](https://www.responsibleinvestment.com/blog/30-stocks-if-responsible-are-all-i-need)

¹⁹ Siehe dazu auch die Rückrechnungen auf www.soehnholzesg.com oder auch www.portfoliocharts.com

Wir möchten erreichen, dass Endkunden und ihre Berater jederzeit in der Lage sind, unsere Portfolios zu verstehen. Wir legen deshalb die Zusammenstellung unserer Portfolios typischerweise möglichst detailliert offen²⁰. Und wir zeigen aber vor allem, wie wir zu der jeweiligen Zusammenstellung kommen, legen also die Regeln offen, so dass auch unsere Annahmen geprüft werden können. Wir streben außerdem an, dass unsere Portfolios einfach überprüft werden können, also zum Beispiel eigene Rückrechnungen gemacht werden können²¹.

Insgesamt bieten wir so nicht nur eine Transparenz „nach Hinten“, sondern durch die Regeltransparenz auch eine in die Zukunft gerichtete Transparenz „nach vorne“ an. Dabei ziehen wir grundsätzlich einfache Regeln vor. Portfolios, die auf einfachen Regeln basieren sind oft robuster als solche, die komplexen Regelwerken folgen. Wir denken, dass in komplexen, dynamischen Systemen wie den Finanzmärkten nur robuste Allokationen ausreichend Stabilität für Portfolios bringen.

1.7. Unsere Prinzipien bzw. „andere“ Investmentphilosophie: Systematisch, aber ohne Prognosen

Unter Investmentphilosophie verstehe ich die grundsätzliche Weltanschauung, Sichtweise oder Grundüberzeugung eines Anlegers, idealerweise als ein umfassendes und kohärentes System von Überzeugungen²². Man kann drei Arten von Philosophien unterscheiden: Meinungsbasierte („diskretionäre“), systematisch-prognosebasierte und systematisch-prognosefreie. Wir sind Anhänger von systematisch-prognosefreien Ansätzen.

Eine Prognose ist eine konkrete Erwartung in Bezug einen konkreten Zeitpunkt in der Zukunft. „Der DAX wird am letzten Handelstag des Jahres zwischen 10.000 und 12.000“ stehen“ ist eine Prognose. Eine Prognose ist falsifizierbar, d.h. sie kann widerlegt werden. „Der DAX wird steigen“ ist dagegen keine Prognose, sondern eine (unspezifische) Annahme, Erwartung oder Meinung. In diesem Sinn ist auch die von uns genutzte Trendfolge keine Prognose. Die Trendfolge signalisiert nur, wann die Durchschnittskurse eine bestimmte Grenze unter- oder überschreiten und machen keine Aussagen über künftige Kurse. Die Annahme dahinter ist, dass Anleger gerade in Krisenzeiten mit der Nutzung dieser Methode weniger Kursverluste erleiden werden als ohne sie. Deshalb gibt es prognosefreie Geldanlagen, Annahme- oder erwartungsfreie Geldanlagen gibt es dagegen nicht.

Wir mögen transparente, nachvollziehbare und einfache Regeln lieber als Meinungsabhängigkeit. Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass Anleger, die sich strikt an klare Regeln halten, oft bessere

²⁰ Sofern dem nicht regulatorische oder vertragliche bzw. andere Grenzen gesetzt werden

²¹ Vgl. Excel-Download: Historische Zeitreihen der Portfolios auf www.soehnholzesg.com

²² s. Söhnholz 2013b, S. 65

Anlageergebnisse erhalten als solche, die keine klaren Regeln haben oder sich nicht an die Regeln halten²³.

Und wir kennen niemanden, der dauerhaft Prognosen liefert, die umfassend und gut genug für die komplexe Welt der Kapitalanlagen sind. Deshalb setzen wir auf prognosefreie, möglichst robuste Regelwerke, die in möglichst vielen Marktsituationen zumindest mittel- bis langfristig befriedigende Investmentresultate liefern sollen. Befriedigend ist dabei im Hinblick auf die Erreichung der Anlegerziele gemeint. Mit einem solchen robusten Ansatz wird nicht angestrebt, in irgendwelchen Vergleichsranglisten weit oben zu stehen.

Wir denken, dass es die richtige Asset Allokation nicht gibt, Diversifikation sehr wichtig ist²⁴ und man gute Renditen am besten mit möglichst kostengünstigen Lösungen umsetzt²⁵. Denn kostengünstige Lösungen machen es einfacher, gute Renditen zu erreichen.

Wir setzen vor allem aus Renditengründen auf Diversifikation: Da wir nicht wissen (bzw. nicht prognostizieren können), welche Anlageklassen bzw. Marktsegmente künftig am besten rentieren werden, nehmen wir in unseren Basisportfolios grundsätzlich alle nennenswerten Anlageklassen ins Portfolio, die eine positive Rendite erwarten lassen. Wir arbeiten damit nicht annahmefrei, denn von allen Anlageklassen im Portfolio erwarten wir grundsätzlich die Möglichkeit, positive Renditen beizutragen. Wir nutzen aber keine konkreten Prognosen, welche Anlageklasse wann wie rentieren wird.

Wir nehmen zusätzliche Anlagesegmente nur dann ins Portfolio, wenn sie sich nennenswert von bereits im Portfolio befindlichen Anlagesegmenten unterscheiden²⁶. Wir nutzen aber keine Korrelationsprognosen. So sind Anleihen bei uns im Portfolio, weil wir annehmen, dass mit diesen grundsätzlich eine positive Rendite erwirtschaftet werden kann. ETFs z.B. aus Staatsanleihen entwickelter Länder mit geringen Restlaufzeiten kommen jedoch so lange nicht ins Portfolio, solange eine negative Rendite erwartet werden kann (d.h. grundsätzlich so lange wie die Yield-to-Maturity bzw. Rendite bis zum Ablauf des Produktes negativ ist).

²³ s. Bhattacharya et al. 2012

²⁴ s. Söhnholz et al. 2010

²⁵ s. z.B. Faber 2015, S. 104

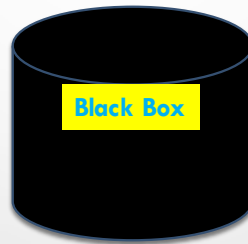
²⁶ zur schwierigen Bestimmung bzw. Abgrenzung von Assetklassen siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35 und 187-189

(ESG) Investmentphilosophien

Diskretionär/
Dogmatisch



Quantitativ



Soehholz ESG



RETRO: Regel- und Evidenzbasiert, Transparent, Robust und Optimierungsfrei
(Details vgl. „Das Soehholz ESG und SDG Buch“)

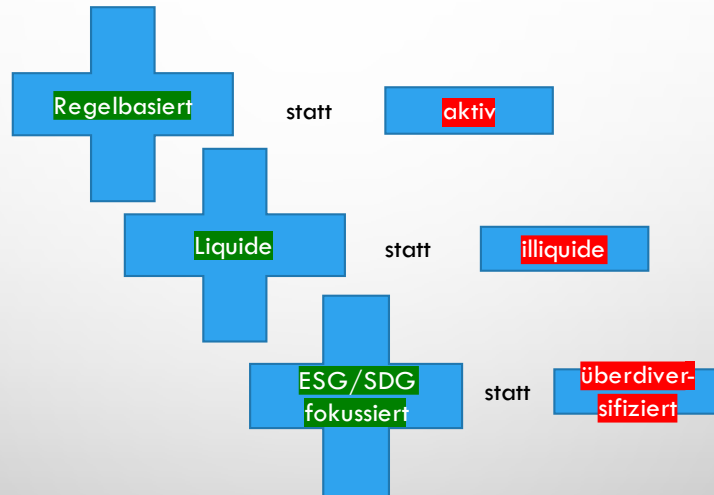
Tabelle: Überblick über unsere wesentlichen Investmentüberzeugungen²⁷

| | Grundüberzeugung | Konsequenz |
|----|--|---|
| 1 | Die Asset-Allokation ist wichtiger für die Portfolioperformance als die Wertpapierselektion innerhalb eines Anlagesegementes | Fokus auf (Fehlervermeidung bei der) Asset-Allokation |
| 2 | Dauerhaft gute ökonomische und besonders Finanzmarktprognosen sind schwierig | Prognosefreie Kapitalanlage |
| 3 | Portfoliokonstruktionen (Optimierungen) reagieren oft sehr sensibel in Bezug auf die Änderung von Inputdaten | Robuste, einfache Ansätze statt (Pseudo-) Optimierungen ²⁸ |
| 4 | Um in ein Portfolio (Long-Only/Bias) aufgenommen zu werden, muss eine Anlageklassen/-segment eine gute Chance haben, eine Rendite oberhalb der Inflationsrate zu generieren | Breite Diversifikation über potenzielle Renditesegmente |
| 5 | Vergangene Rendite ist oft kein guter Indikator für künftige Renditen | Vergangene Performance ist kein Selektionskriterium. Investments auch in Anlagen ohne (guten) Track Record und Bereitstellung von Tools zum eigenen „Backtesten“ verschiedener Perioden/Varianten |
| 6 | Märkte sind nicht immer effizient (s. Behavioral Finance), aber können trotzdem nur sehr schwer dauerhaft geschlagen werden | Passive Anlage mit Weltmarktportfolio (Asset Allokation) und kapitalgewichteten ETFs bzw. Gleichgewichtung bei Einzeltiteln |
| 7 | Diversifikation ist wichtig zur Risikobegrenzung, aber auch zur Renditegenerierung, weil man meist nicht im Vorhinein weiß, welche Anlagesegmente künftig wie performen werden | Breite Diversifikation in Bezug auf Anlagesegmente, es sei denn, Anleger wollen besonders nachhaltig investieren |
| 8 | Niedrige Kosten ist einer der wichtigsten Faktoren für gute Anlageerfolge | Auf kostengünstige Anlagelösungen setzen, z.B. ETFs |
| 9 | Rendite nach Steuern ist wichtiger als vor Steuern | Idealerweise wesentliche steuerliche Effekte bei ETF-Selektion und Portfoliostrukturierung sowie Rebalancierungen beachten |
| 10 | Verlustrisikomaße sind besser als Schwankungen (Volatilität) als Risikomaße geeignet. | Fokus auf maximale Verluste in Krisenzeiten |
| 11 | Um das Risiko bzw. das Verhalten eines Portfolios zu verstehen, ist Regeltransparenz besonders wichtig, die eine Transparenz „nach Vorne“ ermöglicht | Umfassende Regelbasierung mit möglichst hoher Transparenz |
| 12 | Verantwortungsvolles Investieren (ESG) ist eher positiv als negativ in Bezug auf Rendite und/oder Risiko einzuschätzen | ESG- und SDG-kompatibel anlegen |
| 13 | Eine gute und individuell passende Geldanlage zu finden, ist schwierig bzw. komplex | Gute Beratung ist wichtig |

²⁷ Details bzw. Begründungen und weiterführende Literaturhinweise dazu finden sich in diversen Publikationen von Söhnholz, vor allem in Söhnholz (2013)

²⁸ Wir sprechen t.w. von Pseudo-Optimierungen, die zwar mathematisch korrekt sind aber die auf oft zahlreichen Annahmen/Inputs beruhen, die fragwürdig sein können

Meine Investmentlogik



Meine nachhaltigen Innovationen

Vor Soehnholz ESG GmbH:



Soehnholz ESG GmbH:



1.8. Unsere Umsetzung: Regelbasierte Allokation mit passiven Instrumenten oder einzelnen Wertpapieren

Eine rein passive Kapitalanlage ist nicht möglich²⁹, denn jeder Kapitalanleger selektiert „aktiv“ Anlageklassen, trifft „aktive“ Entscheidungen über Anlagevehikel (z.B. nur ETF-Einsatz), muss „aktiv“ über Umschichtungen und Risikomanagementmethoden entscheiden und vieles mehr. Das sollte unseres Erachtens am besten mit Hilfe von möglichst einfachen Regeln erfolgen. Einfache Regeln sind robuster und transparenter als komplexe Regeln und können einfacher nachgeprüft werden.

Selbst sehr intelligente Portfoliomanager konnten auch mit hohen Investitionen in komplexe Systeme und sehr großer Anlagefreiheit oft nicht überzeugen, wie man an unattraktiven Langfristperformances vieler großer Hedgefonds sehen kann. Relativ einfache Ansätze haben dagegen gute Ergebnisse gebracht, wie z.B. das Buch Global Asset Allocation von Mebane Faber zeigt.

Eine diversifizierte und kostengünstige Umsetzung kann am besten mit Indexfonds erfolgen. Dazu bieten sich für Privatkunden Exchange Traded Funds (ETFs) an, also börsennotierte Indexfonds. Streng verantwortungsvolle Investments sind dagegen besser mit Portfolios aus einzelnen Wertpapieren umzusetzen³⁰.

Braucht man dafür Berater? Unserer Meinung nach ja, denn es ist nicht einfach, die richtigen einfachen und robusten Ansätze zu finden. Außerdem halten wir es für wichtig, diese Ansätze auf Basis eigener Erfahrungen, Erfahrungen anderer Praktiker und auch neuesten akademischen Publikationen permanent zu hinterfragen. Ein Beispiel ist die seit einiger Zeit geführte Smart-Beta Diskussion. Uns gehörte die www.smart-beta.de Domain, das heißt, dass wir uns früh mit dem Thema beschäftigt haben. Wir kennen zahlreiche Untersuchungen und Produkte zu dem Thema und werden das Thema weiter eng verfolgen³¹.

Außerdem müssen die selektierten Regeln auf ihre effiziente Umsetzung hin geprüft werden. Man kann zum Beispiel nicht alle ETFs bzw. Aktien bei allen Depotbanken bzw. Brokern kaufen. Gerade für kleine Anlagebeträge können – vor allem bei häufigen Umschichtungen – Portfolios mit zu vielen ETFs oder Aktien schnell teuer in der Implementierung werden³². Für langfristig orientierte Anleger ist die Börsennotiz bzw. die Möglichkeit des damit verbundenen Intraday-Handels, also

²⁹ s. Soehnholz 2014a

³⁰ Vgl. [30 stocks, if responsible, are all I need - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](https://www.prof-soehnholz.com)

³¹ Dazu siehe auch diverse Beiträge auf www.prof-soehnholz.com z.B. auch zu den Stichworten Investoren-Rendite bzw. kapitalgewichtete Renditen und „Berater-Alpha“

³² Durch sinkende Handelskosten ist dieses Thema seit 2019 weniger wichtig geworden

des Kaufs- oder Verkaufs von ETFs im Tagesverlauf, nicht wichtig. Für die von uns vor allem für Langfristanleger zusammengestellten Portfolios kommen deshalb grundsätzlich auch andere Arten von Indexfonds in Frage. Allerdings haben ETFs die Vorteile eines sehr breiten Angebotes und meist sehr niedriger Minimuminvestments.

1.9. Die ersten Schritte: Wie wir zum Ausgangs- bzw. Start- Multi-Asset-Portfolio kommen

Uns interessiert auch, welche Allokationen künftig besonders erfolgreich sein werden. Leider sind wir keine guten Prognostiker und kennen auch niemanden, der konsistent gut die Renditen und Risiken sowie Korrelationen, also die nötigen Daten für Allokations-Optimierungen, von allen interessanten Anlagen vorhersagen kann.

Deshalb suchen wir Allokationen, die in unterschiedlichsten Marktphasen insgesamt attraktive Renditen mit relativ geringen Risiken generieren können, also besonders robust sind. Risiken messen wir dabei vor allem über zwischenzeitlich erlittene Verluste und nicht, wie üblich, über die Schwankungsintensität (Volatilität) von Kapitalanlagen. Volatilität in steigenden Märkten stört uns normalerweise nicht und in fallenden Märkten ist uns eine möglichst geringe Höhe der Verluste wichtiger als die Kurschwankungen. Aber wir messen Volatilitäten und daraus abgeleitete Kennzahlen wie die Sharpe Ratio, weil das Marktstandard ist. Hinzu kommt, dass diese Maße zwar meist konzeptionell nicht befriedigend, dafür statistisch aber trotzdem attraktiv sind, da sie ähnliche Ergebnisse wie konzeptionell überlegene Maße liefern können³³.

Um eine robuste Allokation zu finden, kann man sich die Vergangenheitsperformance von Allokationen ansehen. Je nach gewählter Analyseperiode können dabei Allokationen unterschiedlich gut abschneiden. Es ist nicht sinnvoll, nur Perioden guter Aktienrenditen zu berücksichtigen und z.B. 2008 außer Acht zu lassen. Um auch schlechte Anleihemärkte einzubeziehen, sollte man auch die 70er Jahre oder 2022 betrachten. Für so lange Zeiträume ist aber die Verfügbarkeit aussagekräftiger bzw. vergleichbarer Daten – insbesondere außerhalb der USA - schwierig³⁴. Hinzu kommt, dass mit solchen Analysen nur in der Vergangenheit eingetretene Renditen und Risiken erfasst werden.

Simulationen (oder Szenarioanalysen) von Renditen und Risiken können den letztgenannten Punkt relativieren. Allerdings stellt sich damit die Frage, welche Annahmen den Simulationen zugrunde

³³ siehe Auer/Schuhmacher 2015

³⁴ Dazu kann man z.B. www.portfoliovisualizer.com nutzen

liegen bzw. welche Simulation als realistisch angesehen wird. Wir verfolgen deshalb einen anderen Weg der Bestimmung einer Ausgangsallokation.

Gestartet sind wir zunächst mit einer naiven Allokation, bei der Investments über alle Assetklassen gleich verteilt werden³⁵. Das Problem dabei ist die (subjektive) Bestimmung von Anlageklassen/Segmenten, die (gleichgewichtet) ins Portfolio genommen werden. Wenn man 10 Anlageklassen hat, von denen 7 eher anleiheähnlich sind oder 10, von denen 7 eher aktienähnlich sind, kommt man in beiden Fällen bei einer naiven Gleichverteilung von jeweils 10% pro Anlageklasse zu möglicherweise stark unterschiedlichen Portfolios.

Alternativ kann man Allokationen von besonders erfolgreichen Investoren analysieren. In 2015 wurde das Buch „Global Asset Allocation“ von Mebane Faber³⁶ veröffentlicht. Faber rekonstruiert in dem Buch Allokationen besonders bekannter bzw. erfolgreicher Geldanleger mit Hilfe von Indizes liquider Wertpapiere bzw. ETFs. Er kommt zu dem Schluss, dass die Allokation nicht so wichtig ist wie niedrige Kosten³⁷.

Faber betrachtet die Jahre von 1973 bis 2013. Damit sind zwar einige sehr schlechte Jahre für Aktien, aber nur wenige schlechte Jahre für Anleihen erfasst (maximale Verluste für Anleihen knapp 16%³⁸). Tatsächlich liegen die von ihm errechneten annualisierten – also auf das Jahr hochgerechneten - Renditen unterschiedlichster Allokationen relativ nah beieinander. Wenn man andere Zeitabschnitte wählt, kann man aber durchaus zu anderen Resultaten kommen³⁹.

Durch den Zinseszineffekt kommt es zudem über längere Perioden, aber auch bei Fabers Beispielen, zu erheblichen Unterschieden in der Anlageperformance. Die aufgetretenen Verluste sind zudem sehr unterschiedlich und erreichen bei reinen Aktienportfolios knapp über 50%⁴⁰. Vereinfacht ergibt sich: Je höher die Anleihequote in den Portfolios ist, desto geringer sind die Verluste in der betrachteten Periode. Somit hilft die Faber-Analyse unseres Erachtens bei der Wahl einer „optimalen“ Asset-Allokation nicht viel weiter.

Ausgangsallokation für uns ist deshalb nicht das Portfolio eines besonders guten Investors der Vergangenheit, mit der Hoffnung, dass ein solches Portfolio auch in der Zukunft besonders gut funktioniert.

³⁵ siehe DeMiguel/Garlappi/Uppal 2009 und Söhnholz/Burkert 2008 sowie Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010

³⁶ S. Faber 2015

³⁷ s. Faber 2015, S. 104; Analyseperiode 1973-2013; ähnlich siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 33 für 2002-2008

³⁸ s. Faber 2015, S. 42

³⁹ Das kann man z.B. auf www.portfoliocharts.com bzw. www.portfoliovisualizer.com sehen bzw. selbst testen

⁴⁰ s. Faber 2015, S. 42

Wir wählen als unser Ausgangsportfolio lieber das sogenannte Weltmarktportfolio, also die Allokation zu Anlageklassen, wie sie näherungsweise über alle Anlegergruppen und alle Anlagemärkte an den Finanzmärkten vorzufinden ist⁴¹.

Wir sind keine Anhänger der Annahme, dass Märkte immer effizient sind. Im Gegenteil: Wir denken, dass Anlegerverhalten nicht immer rational im klassischen wissenschaftlichen Sinn ist und deshalb⁴² zu „Fehlallokationen“ führt. Hinzu kommt, dass ein Großteil des weltweit angelegten Kapitals teilweise starken Regulierungen unterliegt, die in den Jahren nach der Finanzkrise 2008 noch zugenommen haben. So dürfte lange Zeit weltweit wesentlich mehr Geld in angeblich sicheren Staatsanleihen angelegt worden sein, als es nach klassischen Portfoliooptimierungen oder auch den freien Willen von Anlegern der Fall wäre.

Das Weltmarktportfolio hat aber erhebliche Vorteile, weil es die aggregierte Allokation von allen Kapitalanlegern weltweit über alle Anlageklassen darstellt. Es ist ein diversifiziertes Multi-Asset Portfolio, welches sich mit den jeweiligen Märkten entwickelt. Wenn man es nachbildet, müssen keine aktiven Asset-Allokationsentscheidungen getroffen werden. Wenn man zur Umsetzung dann noch liquide kapitalisierungsgewichtete Indextracker-Fonds (meist ETFs) nutzt, ist nicht nur die Asset-Allokation, sondern auch die Titelselektion passiv und mit nur geringen Implementierungskosten verbunden. So müssen Anleger und Berater nicht mehr entscheiden, ob eine aktive Asset-Allokation, eine (pseudo-)optimierte oder eine starre Allokation wie 30% Aktien/70% Anleihen oder umgekehrt besser sind.

Die Anpassung an Risikopräferenzen von Anlegern kann in der Kombination des Weltmarktportfolios mit möglichst risikolosen Anlagen („Cash“) erfolgen. Um mehr Risiko zu erreichen könnte auch eine Kreditaufnahme zur Anlage in das Weltmarktportfolio erfolgen (Hebelung oder Leverage genannt).

Der überwiegende Anteil der weltweiten Kapitalanlagen stammt von institutionellen Anlegern. Diese unterliegen oft erheblichen Anlagebeschränkungen. Ihnen wird oft vorgegeben, möglichst risikoarm anzulegen. Die meisten Regulierer haben in der Vergangenheit vor allem Staatsanleihen als risikofrei oder besonders risikoarm angesehen. Deshalb sind institutionelle (regulierte) Anleger sehr stark in Staatsanleihen investiert. Dabei wurde von Regulierern oft gar nicht oder nur wenig zwischen Anleihen verschiedener Staaten unterschieden. Die Annahme dahinter ist nachvollziehbar: Staaten können ihre Schulden normalerweise zurückzahlen, da sie im Zweifel zusätzliche

⁴¹ zur Weltmarktallokation siehe auch Jacobs/Müller/Weber 2009, Doeswijk/Lam/Swinkels 2014 und Vacchino/Schuller 2015 und 2018

⁴² siehe u.a. sogenannte Biases und Framing z.B. bei Weber et al. 2015 S. 38-41

Einnahmen durch Steuern oder Abgaben generieren können. Zahlreiche Staatspleiten und Schuldenschnitte der Vergangenheit⁴³ zeigen aber, dass Staatsanleihen nicht risikofrei sind.

Durch eine relativ starke institutionelle bzw. Regulierungsabhängigkeit hat das Weltportfolio aber den Vorteil, dass es relativ stabil bzw. robust ist. Institutionelle Portfolios, vor allem regulierte Portfolios, ändern ihre Asset Allokation im Laufe der Jahre aktiv meist nur wenig. Es ist deshalb unwahrscheinlich, dass sich in relativ stabilen bzw. normalen Marktumfeldern die vorgesehenen Anlagequoten einzelner Klassen stark verändern.

Das kann bei privaten Anlegern, die Anlagemoden stärker unterliegen können, anders sein. Zu erheblichen Änderungen institutioneller Portfolios und deshalb des Weltmarktportfolios insgesamt kommt es wohl vor allem, wenn einzelne Anlageklassen durch Markteinflüsse stark an relativem Gewicht verlieren, wie es in der Finanzkrise von 2008 für alle aktienmarktabhängigen Anlagen der Fall gewesen ist. Nach der Krise konnte man beobachten, dass institutionelle Anlagequoten sich an der jüngsten Vergangenheit orientierten, d.h. Aktienquoten im Vergleich zum Vorkrisenniveau relativ niedrig blieben und nicht durch aktive Aktienkäufe auf das relativ hohen Vorkrisenniveau erhöht wurde.

Das bedeutet, dass es nicht so wichtig erscheint, das Ausgangsportfolio aktiv an Veränderungen anzupassen. Wenn sich das reale Weltmarktportfolio durch Marktverwerfungen ändert, z.B. die Aktienquote stark fällt, wird das in unserem mit ETFs nachgebildeten Weltmarktportfolio ähnlich sein. Dabei werden aber sogenannte Rebalancierungen vernachlässigt. Vor allem institutionelle Anleger reallokieren ihre Anlagen typischerweise jährlich auf die sogenannten strategischen Quoten. Wenn Aktien in einem Jahr stark gestiegen sind und Anleihen stark gefallen, schichten viele institutionelle Anleger Aktienanlagen zumindest teilweise in Anleihen um.

Die Messung bzw. Bestimmung des „echten“ Weltmarktportfolios ist schwierig. Fabers Weltmarktportfolio⁴⁴ unterscheidet sich erheblich von dem von Jacobs/Müller/Weber. Jacobs/Müller/Weber allokierten 60% zu „GDP-weighted“ Aktien, 25% zu Anleihen und 15% zu Rohstoffen. Allerdings ist das Jacobs/Müller/Weber-Portfolio aufgrund von Rückrechnungen/Backtests optimiert und für unsere Betrachtung deshalb nicht relevant.

Mebane Faber hat nur Aktien, Anleihen und einen geringen Anteil Immobilien (in Form von REITs: Real Estate Investment Trusts) im Portfolio. Die Analysen von Doeswijk/Lam/Swinkels und vor allem das aktuellere und umfassendere Weltmarktportfolio von Vacchino/Schuller scheinen uns eine bessere Ausgangsbasis für ein Weltmarktportfolio zu sein.

⁴³ S. Reinhart/Rogoff 2009

⁴⁴ „Global Market Portfolio“ nach Faber 2015, S. 61-66 mit Verweis auf Credit Suisse Research Institute 2014

1.10. Warum unser Weltmarktportfolio relativ viel Infrastruktur, Immobilien und Rohstoffe enthält

In Bezug auf die Asset-Allokation sind wir Diversifikationsanhänger, d.h. es sollte eine möglichst breite Palette von Anlageklassen eingesetzt werden. Die Anlageklassen müssen aber selbst relativ groß und untereinander unterschiedlich sein. Zu kleine Allokationen zu einzelnen Segmenten treiben nur die Komplexität und die Kosten in die Höhe. Typischerweise lässt eine positive Diversifikationswirkung bei mehr als 30 Positionen im Portfolio nach. Unsere willkürlich gewählte Grenze lag zunächst bei 2,5% am Weltmarktportfolio und wurde für 2023 auf 5% erhöht. Das bedeutete zunächst theoretisch bis zu 40 Positionen im Portfolio. So war aber z.B. das Anlagesegment High-Yield Bonds (hochverzinsliche bzw. riskante Anleihen) nicht in unserem Startportfolio vertreten.

Faber selbst vermisst in seinem Weltmarktportfolio die Anlagesegmente Rohstoffe und Gold. Das Weltmarktportfolio von Vacchino/Schuller umfasst die Weltanlagen durch die Einbeziehung illiquider Anlagen insgesamt besser und führt zusätzlich zu Faber die Anlagesegmente Private Equity und Agrar- und Farmland mit Anteilen von anfangs jeweils mindestens 15% auf⁴⁵.

Aber auch bei Vacchino/Schuller wird die Anlageklasse Infrastruktur, die inzwischen einen beachtlichen Teil von (geplanten) Neuanlagen institutioneller Anleger ausmacht, nicht separat aufgeführt. Infrastruktur wurde bisher überwiegend staatlich finanziert und wurde typischerweise den Anlageklassen Private Equity und t. w. Immobilien zugeordnet. Aufgrund von Staatsschuldenkrisen bzw. künftigen Finanzierungsbeschränkungen, aber auch aus Nachfragegründen wird Infrastruktur unseres Erachtens dagegen künftig ein wichtiges privatwirtschaftliches Anlagesegment werden und deshalb bei uns separat geschätzt und allokiert.

Die Abgrenzung von Anlageklassen ist schwierig. So ist für uns das Edelmetall Gold ein Bestandteil des Segmentes Edelmetalle innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe und damit keine eigene Anlageklasse. Agrar- bzw. Farmland und Forst werden in anderen Klassifikationen teilweise Immobilien (Land/Grundstücke) und zum Teil Rohstoffen (wegen Erträgen in Form von Agrarerzeugnissen/Holz) zugeordnet. Währungen halten wir nicht für eine eigene Anlageklasse,

⁴⁵ Das gilt zumindest nach der Publikation Vacchino/Schuller. Die Nachfolgepublikationen Gadzinski/Schuller/Vacchino von 2016 und 2021 weist nur noch 2% der Anlagen in Agrar-/Farmland und Forst aus, womit wir das Anlagesegment nicht mehr als separate Anlageklasse sehen und ab 2017 nicht mehr als solche berücksichtigen.

weil ein diversifiziertes Währungsportfolio keine positive Renditeerwartung hat, da sich Gewinne und Verluste neutralisieren⁴⁶.

Nach neueren Erkenntnissen haben illiquide Anlagen wie Private Equity und bestimmte Immobilienanlagen nach allen Kosten allenfalls geringe Renditevorteile gegenüber vergleichbaren börsennotierten Anlagen⁴⁷. Wir fokussieren uns auf grundsätzlich täglich liquide Instrumente für den Zugang zu Anlageklassen. Damit können Segmente wie Infrastruktur, Immobilien und auch Agrar-/Farmland effizient nur mit Aktienindizes (plus REITs⁴⁸ bei Immobilien) umgesetzt werden. Aufgrund von sogenannten Roll-Effekten (s. auch Begriffe wie Contango und Backwardation) werden auch Rohstoffe über Aktien und nicht – wie üblich – über Derivate umgesetzt⁴⁹. Für Immobilienaktien/REITs⁵⁰ gibt es Untersuchungen, die zeigen, dass die Renditen mittelfristig den zugrunde liegenden Anlageklassen nahekommen. Für Rohstoffaktien und Agrarland/Forst haben wir noch keine vergleichbaren Untersuchungen gesehen⁵¹.

Außerdem ist das Weltmarktportfolio von Faber stark US-lastig. So verwendet Faber zur Umsetzung der Immobilieninvestition nur einen reinen US-REIT-Index, während wir unsere Startallokation um einen europäischen Index ergänzen (ein zusätzlicher Asien-REIT-Index wäre schon zum Start möglich gewesen, doch ist dieses Marktsegment insgesamt noch relativ klein). 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 Liquiditäts-Krisenzeiten negativ auswirken, wie man am Beispiel von Immobilienaktien und REITs in 2008 feststellen kann: In 2008 war deren Aktienmarktabhängigkeit kurzfristig viel

⁴⁶ Wir gehen bei unseren Betrachtungen insgesamt vom sogenannten Long-Only Anleger aus, der durch die Anlage in einer Anlageklasse eine positive Rendite erzielen möchte. Ein Anleger, der mit Leerverkäufen Rendite erzielen möchte, kann Währungen durchaus als eigene Anlageklasse betrachten.

⁴⁷ Vgl. dazu diverse Untersuchungen z.B. von Richard Ennis zu der Performance von US Universitätsstiftungen, speziell Harvard und Yale, nach 2007 und zahlreiche andere Publikationen auf www.prof-soehnholz.com

⁴⁸ Real Estate Investment Trust sind meistens steuerbegünstigte Immobilienaktien, t.w. aber auch Investmentfondsartig

⁴⁹ s. auch Gabriel 2016

⁵⁰ siehe Hoesli/Oikarinen 2012 oder Kroenke/Schindler/Steininger 2013 und Infrastrukturaktien siehe Towers Watson 2013

⁵¹ zur detaillierten Diskussion, was eine Anlageklasse ist und wie viele es gibt bzw. wie die abzugrenzen sind, siehe z.B. Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 188

stärker als deren Immobilienmarktabhängigkeit⁵². Das berücksichtigen wir, indem wir die Allokation unseres Weltmarktportfolios zu allgemeinen Aktienindizes etwas reduzieren.

Wir streben keine „genaue“ Abbildung „des“ Weltmarktportfolios an, welches sowieso nicht eindeutig bestimmt werden kann, sondern wir suchen nach einer adäquaten Näherung an eine vermutete Weltmarktanlageallokation. Das zeigt sich in den „glatten“ bzw. grob gerundeten und einander meist ähnlichen %-Allokationen zu den von uns für relevant gehaltenen Anlagesegmenten.

Die beiden „großen“ Anlageklassen Aktien und Anleihen kann man weiter differenzieren. So kann man für Anleihen verschiedene Segmente wie Staats- und Unternehmensanleihen, Asset-Backed Securities/Pfandbriefe und hybride Produkte wie Wandelanleihen oder auch festverzinsliche versus variabel z.B. inflationsabhängige Anleihen unterscheiden.

Viele Anleihen wurden lange Zeit lang sogar negativ verzinst. Da wir ein Renditeportfolio erstellen, werden Anlagesegmente, die keine positive Realrendite haben, erst gar nicht ins Startportfolio genommen. Da wir ohne Prognosen arbeiten, bezieht sich unsere Analyse auf aktuelle Daten. Deshalb wurden zum Start in 2016 Staatsanleihen entwickelter Länder mit geringen Restlaufzeiten nicht ins Startportfolio aufgenommen, weil wir für diese negative Yields-to-Maturity annehmen. Für Anleger wird der „Verzicht“ auf kurzfristige Anleihen dadurch „kompensiert“, dass sie in der Regel eine risikotoleranzabhängige Mischung aus Weltmarktportfolio und „Cash“ halten.

Die Wahl des Weltmarktportfolios als Startportfolio und die hier genannten Modifikationen sind nicht annahmefrei. Allerdings verwenden wir weder Punkt- noch Bandbreitenprognosen für irgendwelche konkreten Zeitpunkte bzw. Zeitabschnitte in der Zukunft⁵³. Damit arbeiten wir regelbasiert und prognosefrei. Außerdem sind wir im Gegensatz zu den meisten sogenannten quantitativen Investoren möglichst einfach in der Allokation und weitestgehend transparent.

Während Mischfonds, aber auch viele sogenannte Multi-Asset bzw. vermögensverwaltende Produkte, ganz überwiegend hochkapitalisierte Aktien und Staats- und Unternehmensanleihen aus Industrieländern im Portfolio haben, sind bei Faber immerhin 8 unterschiedliche Anlagesegmente vertreten. Alternative Anlagen sind bei Faber jedoch nur in Form von 5% US-Immobilienaktien bzw. REITs vertreten. Jacobs/Müller/Weber allokierten 15% zu Rohstoffen und Vacchino/Schuller weisen einen Anteil von fast 50% in Private Equity, Immobilien und Agrarland aus. Mit unserer 30% Start-Allokation zu diesen „alternativen“ Segmenten liegen wir am oberen Ende der Allokationen im Vergleich zu den anderen Studien. Da diese „alternativen“ Segmente mit Aktien-ETFs umgesetzt

⁵² Wir erwarten, dass börsennotierte Alternatives bei der nächsten Panik bzw. Liquiditätskrise wieder (zumindest kurzfristig) besonders starke Verluste aufweisen können, weil sie anders als nicht-börsennotierte Alternatives schnell verkauft werden können. Durch vergleichbare fundamentale Werte wie bei illiquiden Anlagen sollte jedoch auch künftig eine schnelle Erholung folgen können.

⁵³ Prognosen sollten so präzise sein, dass sie falsifizierbar sind.

werden, liegt unsere klassische Aktienallokation dagegen mit 25% am unteren Ende (Vacchino/Schuller ca. 15%, Doeswijk/Lam/Swinkels ca. 35%, Faber 40% und Jacobs/Müller/Weber 60%). Bei den Anleihen liegt unsere Allokation mit 45% im Mittelfeld (Vacchino/Schuller ca. 35%, Doeswijk/Lam/Swinkels ca. 65%, Faber 55% und Jacobs/Müller/Weber 25%).

In den Folgejahren haben wir aufgrund neuer Publikationen zum Weltmarktportfolio⁵⁴ und aufgrund von Performanceentwicklungen der einzelnen Anlagesegmente Adjustierungen der Allokation vorgenommen. Da Großanleger typischerweise regelmäßig auf ihre strategischen Allokationen rebalancieren und private Anleger nicht rebalancieren, haben wir meistens nur die Hälfte der Performanceveränderungen angesetzt.

1.11. Strukturierte und nachvollziehbare Index- und ETF-Selektion

Die Umsetzung der Allokation soll möglichst repräsentativ erfolgen. Nach der Asset-Allokation ist deshalb idealerweise eine Indexselektion erforderlich, denn für fast alle Anlagesegmente gibt es unterschiedliche Indizes⁵⁵, aus denen gewählt werden kann. Dabei geht es weniger um die Frage des Indexanbieters, sondern grundsätzlich um Themen wie: Welche Regionen bzw. Länder (inkl. Emerging und Frontier Markets?) bzw. welche Kapitalisierungen (inkl. Small Caps?) sollen bei Aktien berücksichtigt werden? Welche Arten von Anleihen (inkl. High-Yield?) bzw. welche Laufzeiten (kurze, mittlere, lange?) sollen abgedeckt werden? Allerdings gibt es Millionen von Indizes weltweit⁵⁶, aber in unserem Startjahr 2015 „nur“ ca. tausend ETFs, die für deutsche Anleger geeignet sind. Aufgrund der zahlreichen weiteren wichtigen ETF-Selektionskriterien, die die ETF-Wahl bestimmen, wird deshalb auf die Ebene der vorgelagerten systematischen Indexselektion verzichtet und direkt auf Ebene der ETFs selektiert, wobei Indexunterschiede aber berücksichtigt werden⁵⁷.

Wir setzen für traditionelle Multi-Asset Portfolios in erster Linie ETFs, also börsennotierte (Index-)Fonds ein. Für besonders verantwortungsvolle Portfolios nutzen wir dagegen Aktien und Anleihen direkt als Einzeltitel. Die ETF-Nutzung liegt nicht daran, dass wir den börsentäglichen Intraday-Handel nutzen wollen, sondern an den niedrigen Kosten, verbunden mit niedrigen Mindestinvestitionssummen, von ETFs. Für institutionelle Investoren sind nicht-börsennotierte Indexfonds oft sogar günstiger als ETFs. Diese institutionellen Fonds sind jedoch oft nur für den

⁵⁴ Von Gadzinski, Schuller und Vacchino von 2016, 2018 und 2021

⁵⁵ s. Söhnholz 2012, S. 14

⁵⁶ Vgl. [Index Industry Association Survey Reveals 3.7 Million Indexes Globally | Business Wire](#)

⁵⁷ Das gilt besonders für die verantwortungsvollen ETF-Portfolios für die (anders als für die breit diversifizierten Weltmarktportfolios) besonders „strenge“ Indizes in Bezug auf Nachhaltigkeitsanforderungen genutzt werden sollen. Für institutionelle Anleger ist die Indexselektion aus Compliancegründen wichtig, andererseits können sie sich Indizes nach den von ihnen gewünschten Regeln maßschneidern lassen.

jeweiligen Fondsiniciator („Spezialfonds“) zugänglich oder haben als institutionelle „Publikumsfonds“ hohe Mindestinvestitionssummen, so dass sie für unsere an typischen Privatkunden orientierte Analyse nicht berücksichtigt werden.

Grundsätzlich zielen wir darauf ab, Instrumente zu nutzen, mit denen sich die angestrebte Asset Allokation möglichst gut umsetzen lässt und die dafür keine anderen gravierenden Nachteile (wie übermäßige Kontrahentenrisiken) mit sich bringen. Bei ETFs spielt vor allem die sogenannte Tracking Differenz (gemessen als absolute kumulierte Abweichung zum Vergleichsindex in der betrachteten Periode)⁵⁸, die von Verwaltungsvergütungen und auch sonstigen Kosten abhängen kann, und die Nachsteuerrendite eine wichtige Rolle. Zumindest so lange erst wenige Anleger nach unseren Regeln anlegen und da wir aus Kostengründen geringe Handelsaktivitäten bevorzugen, spielen Liquidität und Volumen von einzelnen ETFs nur eine untergeordnete Rolle.

ETF-Änderungen in den Musterportfolios erfolgen im Rahmen unserer Jahresprüfungen⁵⁹, sobald uns bekannt wird, dass es möglicherweise gut (bzw. besser als bereits im Portfolio vorhandene) passende ETFs gibt und die ETFs anhand unserer Kriterienliste auf Eignung geprüft wurden. Die Änderung von ETFs in den unseren Musterportfolios folgenden realen Depots sollte die Transaktionskosten der ETF-Änderung im Portfolio berücksichtigen. Über die Änderungen der Portfolios wird ein Logbuch geführt.

1.12. Steuerliche Aspekte der ETF-Selektion

Bei der ETF-Selektion sollte darauf geachtet werden, dass die ETFs eine deutsche Steuertransparenz für den deutschen Fiskus anbieten, andernfalls kann eine möglicherweise hohe sogenannte Strafsteuer erhoben werden. Ob ein solches Steuerreporting erfolgt, kann unter www.bundesanzeiger.de geprüft werden. In Deutschland öffentlich angebotene Fonds müssen ein solches Reportfing bereitstellen.

1.13. Keine standardisierte Währungsabsicherung

Unsere Portfolios sind grundsätzlich Weltportfolios, d.h. Währungsentwicklungen, besonders die vom US-Dollar, können wichtig sein. Währungen können in den Verhältnissen untereinander stark schwanken und damit Portfolios erheblich beeinflussen. Gute Währungsprognosen sind aber sehr schwierig. Langfristig ist eine komplette Währungsabsicherung gerade für volatile Anlagen wie

⁵⁸ Deshalb ziehen wir für nicht explizit nachhaltige Portfolios synthetische ETFs anderen ETFs vor.

⁵⁹ Siehe Abschnitte 1.14. und 3.5.

Aktien aufgrund der damit verbundenen hohen direkten und/oder indirekten (Opportunitäts-) Kosten (Kosten entgangener Währungschancen, die durch Absicherung nicht genutzt werden können) nicht attraktiv. Auch die Anleihen in unseren Portfolios sollen in erster Linie attraktive Renditen erbringen und wir wissen nicht, ob US-Dollar oder Euro-Anleihen künftig attraktiver sein werden für den Euro-Anleger. Unsere Anleiheportfolios werden deshalb typischerweise ebenfalls nicht währungsgesichert.

„Sicherheitsportfolios“ können in „Cash“ investiert werden und das sollten Euro Anlagen sein, wenn man die geplanten Ausgaben in Euro finanzieren möchte, was für die meisten deutschen Anleger gelten dürfte. Wenn man jedoch seinen Lebensabend in einem Land mit US-Dollar Währung verbringen möchte, kann das „Cash“ ganz oder teilweise auch in US-Dollar angelegt werden. Währungsgesicherte ETFs werden sich deshalb normalerweise nicht in unseren Renditeportfolios finden⁶⁰, können aber Bestandteile unserer Sicherheitsportfolios sein

Eine Besonderheit ergibt sich bei unseren konzentrierten ETF-Portfolios. Unser Basisportfolio enthält zum Start knapp 20 ETFs. Sparpläne sind über ein Portfolio von 20 ETFs manchmal nur mit sehr hohen Summen und administrativem Aufwand umsetzbar. Auch Rebalancierungen der Allokationen, die wir einmal pro Jahr prüfen, verursachen bei 20 ETFs einen zeitlichen Aufwand und können vor allem bei kleinen Portfolios erhebliche Transaktionskosten mit sich bringen⁶¹.

Wir gehen davon aus, dass Anlageportfolios nicht dauerhaft unverändert gelassen werden sollten. Wir halten sogenannte Rebalancierungen grundsätzlich für geboten⁶². Wenn man z.B. mit 50% Aktien und 50% Anleihen startet und Aktien im Lauf der Zeit 20% gewinnen, während Anleihen keine Wertveränderung zeigen, macht es unseres Erachtens Sinn zu prüfen, ob nach einer gewissen Zeit die Quoten wieder auf 50/50 geändert werden sollten. So würde antizyklisch ein Teil der gut gelaufenen Aktien verkauft, um nicht so gut gelaufene Anleihen zu kaufen. Die Frage ist, wie oft diese Rebalancierung erfolgen soll. Faber führt es in seinen Analysen monatlich durch. Aufgrund von Handelskosten sind wir ein Anhänger von etwas selteneren Rebalancierungen und favorisieren jährliche Prüfungen⁶³. Dabei beziehen wir uns auf Portfolios ohne Nutzung eines weiter unten beschriebenen Risikosteuerungstools (Trendfolge). Bei der Nutzung eines Risikotools können andere Rebalancierungszeitpunkte sinnvoll sein, die z.B. von Markteinstiegs- und Ausstiegssignalen abhängig sind.

⁶⁰ Ausnahme ist das ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)

⁶¹ Seit 2019 gibt es aber auch in Deutschland sogenannte kostenlose Broker, die das Problem erheblich reduzieren

⁶² s. Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 41 und 44/45 oder auch Malkiel/Ellis 2013, S. 133-136. Unterschiedliche Rebalancierungen können bei www.portfoliovisualizer.com unter Backtest Portfolio und Backtest Asset Allocation selbst getestet werden. Dabei werden allerdings Umsetzungskosten vernachlässigt.

⁶³ dazu siehe auch Vanguard 2010 oder DeMiguel/Garlappi/Uppal 2009

Man kann argumentieren, dass für ein Weltportfolio Rebalancierungen nicht nötig sind, weil das investierte Portfolio sich durch aktuelle Marktentwicklungen genauso entwickeln sollte wie das theoretische Weltmarktportfolio. Dabei werden aber realisierte Rebalancierungen von Anlegern vernachlässigt. Außerdem ist unser Weltmarktportfolio nur eine vereinfachte Abbildung des echten Weltmarktportfolios. „Das“ echte Weltmarktportfolio ist zudem schwer zu bestimmen: Unterschiedliche Untersuchungen kommen zu unterschiedlichen Weltmarktportfolios und nicht alle diese Untersuchungen werden regelmäßig aktualisiert.

Deshalb halten wir es für gerechtfertigt, ein Mal pro Jahr die Allokation unseres Musterportfolios zu überprüfen und gegebenenfalls Rebalancierungen durchzuführen, wenn wir starke Abweichungen von den von uns genutzten Basisstudien feststellen. Dabei gehen wir davon aus, dass auch institutionelle Anleger solche Rebalancierungen vornehmen und man das Weltmarktportfolio deshalb nicht über mehrere Jahre nur aufgrund von Wertentwicklungen der Anlagesegmente fortschreiben kann. Hinzu kommt, dass einige der ETFs in unseren Musterportfolios ausschüttend gestaltet sind, und Ausschüttungen sollten in unserem renditeorientierten Weltmarktportfolio wieder angelegt werden.

Wir legen wir uns nicht vorab auf konkrete -Musterportfolioumschichtungstage fest, um zu vermeiden, dass andere Marktteilnehmer zu Ungunsten unsere Anleger handeln. Newsempfänger und die mit uns kooperierenden Berater und Depotbanken sollen jedoch rechtzeitig vorab über Musterportfolioanpassungen informiert werden, damit sie die Nutzer unserer Portfolios zeitnah informieren können.

1.14. Individuelle Anpassungen z.B. auf unterschiedliche Zeithorizonte und Anlegertypen

Wir bieten keine individuelle Privatkundenberatung an, aber wir wollen bei Ihrer Beratung unterstützen. Die folgenden Ausführungen dienen in erster Linie der Beraterunterstützung:

Unser Startportfolio ist relativ aktienlastig. Das ist aus unserer Sicht für den typischen langfristigen Investor gut in Bezug auf die Erreichung einer attraktiven Rendite. Aber auch Anleger, die keine Scheu vor relativ hohen zwischenzeitlichen Verlusten haben, benötigen manchmal kurzfristig Geld (Liquidität), z.B. für Anschaffungen. In einem sehr schlechten Marktumfeld, wie es 2008 in der Finanzmarktkrise der Fall war, kann unser Startportfolio durchaus erheblich an Wert verlieren⁶⁴.

⁶⁴ Unsere Simulation weist nur einen Verlust von knapp 20% in 2008 aus, der in 2009 fast komplett wieder aufgeholt wurde, allerdings waren etliche der sich heute im Portfolio befindlichen ETFs zu dem Zeitpunkt noch nicht verfügbar und selbst einige Indizes, die wir verwenden, sind neueren Datums.

Wenn man mit 100.000 EUR startet und 80.000 davon als Eigenkapital für einen Wohnungskauf nutzen möchte, dann kann man, bei maximal 20% Verlusterwartung für das Weltmarktportfolio, 100% im Weltmarktportfolio halten. Bei individueller maximaler Erwartung von 50% Verlust für das Weltmarktportfolio kann man z.B. im o.g. Fall 65% in einem sehr risikoarmen Portfolio („Cash“) anlegen und 35% im Weltmarktportfolio. Anleger mit geringer Risikotoleranz sollten einen höheren Liquiditätspuffer vorhalten, Anleger mit einer höheren Risikotoleranz können einen geringeren Cashpuffer zulassen.

Ähnliches gilt für risikoscheue Anleger. Normalerweise wird diesen empfohlen, den Anleiheanteil ihres Portfolios gegenüber dem Aktienportfolio stark über zu gewichten und maximal 30% Aktien im Portfolio zu halten. Wir halten ein typisches Anleiheportfolio aber für keinesfalls risikofrei. So wurden seit langem für viele Anleihemärkte Zinserhöhungen erwartet. Wenn man „alte“ Anleihen mit niedrigem Zins im Portfolio hat und „neue“ Anleihen mit höherem Zins an den Markt kommen, dann verlieren die „alten“ Anleihen an Wert. Besonders Anleihen mit langen Laufzeiten sind dann von möglicherweise hohen Wertverlusten bedroht.

Annähernd risikolos sind allenfalls sehr kurzfristige Anlagen bei sehr guten Banken bzw. Anleiheemittenten („Herausgeber“). Für die Beurteilung der Qualität von Anleihen bzw. der Emittenten (Bonität) kann man sich aber nicht auf Ratings verlassen. In der Finanzkrise von 2008 haben auch sehr gut geratete Anleihen teilweise sehr stark an Wert verloren. Ziemlich sicher sollte man aber bei Banken sein, die dem deutschen Einlagensicherungsfonds angehören. Dabei sind individuell bis zu EUR 100.000 pro Anleger und Bank garantiert⁶⁵. Der Nachteil dieser Anlagen ist, dass sie fast immer weniger Zinsen zahlen, als die Inflationsrate beträgt, so dass die Anlage real an Kaufkraft verliert.

1.14.1. Individualisierungsvariante A: Mischung aus Portfolios mit „Cash“ oder mit kurzlaufenden Anleihen

Die Individualisierung der Kapitalanlage erfolgt unseres Erachtens am besten, wenn kurzfristig benötigte Mittel auf dem Girokonto, in kurzfristigem Termingeld (Tages-/Monatsgeld), auf Sparkonten oder in kurzlaufenden Anleihen ohne Währungsrisiko (im Folgenden auch als „Cash“ bezeichnet) angelegt werden⁶⁶.

⁶⁵ siehe auch <https://bankenverband.de/service/einlagensicherung/sicherungsgrenze-abfragen>

⁶⁶ konzeptionell folgen wir an dieser Stelle dem sogenannten 2-Fonds Theorem s. Tobin 1958

Sogenannte OGAW-bzw. UCITS-Fonds⁶⁷ sind zwar nicht durch den Einlagensicherungsfonds abgesichert, gelten aber als sicher vor fremden unberechtigten Zugriffen, da sie Sondervermögen sind⁶⁸. Nach Problemen in der Vergangenheit gelten nach Regulierungsänderungen Geldmarktfonds inzwischen als relativ sicher vor nennenswerten Verlusten⁶⁹. Auch Fonds, die in kurzlaufende Anleihen sicherer Schuldner investieren, können als relativ sicher angesehen werden. Gemeinsam ist diesen Anlagen derzeit in der Regel, dass sie real, also nach Abzug der Inflationsrate, keine oder nur eine sehr geringe Rendite bringen oder dass sogar – allerdings normalerweise geringe - reale Verluste anfallen können.

Die Logik von Musterallokationen für diverse Anlegertypen ist die Folgende: Ausgangsbasis für individuelle Beratungen kann die Annahme sein, dass das Weltmarktportfolio ein zwischenzeitliches Verlustrisiko von maximal 20% hat. Ab einem Anlagehorizont von maximal 5 Jahren kann mit relativ großer Sicherheit angenommen werden, dass das Risiko eines Wertverlustes dieses Portfolios bei 0 liegt (unsere Simulationen ergeben etwas geringere Verluste als 20% für 2008 und nur etwas über ein Jahr bis zur Wertaufholung). Geld, an das man 5 Jahre und mehr nicht herankommen muss, kann dann vollständig im Weltmarktportfolio angelegt werden. Die hypothetischen Vergangenheitswerte einiger unserer Portfolios sind weiter unten in den Abschnitten zu den jeweiligen Portfolios zu finden⁷⁰.

Auf Auszahlungszeitpunkte oder das Lebensalter (sogenannte Target Date oder Lebenszyklusprodukte) ausgerichtete Portfolios planen wir nicht. Wir gehen davon aus, dass jeder Anleger seine Finanzsituation und seine Portfolios mindestens einmal jährlich überprüfen sollte. Ergeben sich aus dieser Überprüfung andere Anlagehorizonte als bisher bzw. andere Verlusttoleranzen, kann der Anleger die Allokation zu Renditeportfolio und „Cash“ entsprechend anpassen.

1.14.2. Individualisierungsvariante B: Risikosignal-gesteuerte Portfolios

⁶⁷ „Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“ bzw. Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities, zu denen auch die meisten ETFs nicht jedoch sogenannte andere ETPs - Exchange Traded Products- zählen

⁶⁸ siehe BVI 2014

⁶⁹ siehe auch http://ec.europa.eu/finance/investment/money-market-funds/index_de.html

⁷⁰ Die Wahrscheinlichkeit einer negativen Realrendite für eine globale Aktienanlage beträgt nach 20 Jahren 2,2% für Anleihen dagegen 40% s. Dimson/Marsh/Staunton/Estrada in Rekenhaller (2016), S. 14; interessante Darstellungen zu Portfolioverlusten finden sich auf www.portfoliocharts.com

Wenn man ein Portfolio so steuern könnte, dass die Allokation zu riskanten Anlagen rechtzeitig vor starken Verlustphasen reduziert wird, kann die Allokation zu dem Portfolio zu Lasten der Cash-Quote erhöht werden. Leider kennen wir kein Risikosteuerungssystem, welches immer funktioniert. Sogenannte Stopp-Loss Ansätze (dabei werden Anlagen nach dem Erreichen bestimmter vorher festgelegter Verlustgrenzen komplett verkauft), die sehr weit verbreitet sind, können zwar kurzfristige Verluste meist recht wirksam beschränken, haben aber sehr hohe Opportunitätskosten. Das heißt, man verpasst oft den rechtzeitigen Wiedereinstieg in Märkte und hat deshalb über längere Marktphasen üblicherweise eine wesentlich geringere Rendite, als wenn man ständig voll im Markt investiert gewesen wäre. Für Anleger mit längerfristiger Perspektive gibt es einige interessante Untersuchungen zu Signalen, die über viele Jahre gute Ergebnisse geliefert haben, die aber oft auch einige Jahre in Folge nicht so wie erwartet funktionieren⁷¹.

1.14.3. Weitere Individualisierungsmöglichkeiten in Bezug auf illiquide Anlagen

Wie viel Geld in „Cash“ und wie viel z.B. ins Weltmarktportfolio investiert wird, hängt auch davon ab, wie das sonstige Anlegervermögen angelegt ist. Unsere Portfolios beinhalten zum Beispiel keine illiquiden Anlagen. Illiquide Anlagen haben meist den Vorteil, dass sie wenig volatil erscheinen. Das liegt auch daran, dass ihre Renditen selten gemessen werden und oft von relativ stabilen Expertenschätzungen abhängen.

Anleger sollten durch die Inkaufnahme der Illiquidität höhere Renditen für solche Anlagen erzielen als für liquide Anlagen (Illiquiditätsprämie). Im sogenannten 3-Fonds-Theorem⁷² spielen illiquide Anlagen deshalb eine große Rolle, vor allem für vermögende und institutionelle Anleger. Anleger, die zum Beispiel viel Geld direkt und/oder über sogenannte geschlossene Fonds in europäischen Immobilien gebunden haben, könnten den entsprechenden Immobilien-ETF-Anteil in dem auf sie abgestimmten individuellen Weltmarktportfolio reduzieren, um ihre aggregierten Immobilienrisiken zu reduzieren⁷³.

⁷¹ s. z.B. Geczy/Samonov 2015, Ooi 2014 und Hurst/Ooi/Pedersen 2012, und siehe auch Abschnitte zu Trendfolge weiter unten. Eigene Analysen kann man unter www.portfoliovisualizer.com vornehmen.

⁷² siehe Söhnholz et al 2010, S. 97/98

⁷³ Siehe auch Konzept des umgekehrten Core Satellite Ansatzes mit illiquiden Assets im „Core“ und liquiden Assets als Satellites in Söhnholz, D. (2012): Systematische und prognosefreie Diversifikation, in Absolut Report Nr. 2, 36-42.

1.15. Sichere „Cash“- Anlage und wo das „Cash“ angelegt werden kann

Für Anleger ist es sinnvoll, den Cashanteil des Portfolios separat selbst zu verwalten. So kann man sich relativ einfach Konten bzw. Anlagen suchen, auf die es attraktive Zinsen gibt und außerdem fallen dann auf diesen Teil des Anlagevolumens keine Gebühren für uns an.

Unser Verzicht auf Gebühren für den Cashanteil des Portfolios kann theoretisch dazu führen, dass unser Musterportfolio-Modell von (Bank-)Beratern nicht so gerne empfohlen wird wie Fonds mit vergleichbarem Risikoprofil. Denn bei solchen (Multi-Asset bzw. Mischfonds) fallen (Vertriebs-)Provisionen für Berater auch für die risikoarmen „Cash-ähnlichen“ Portfoliobestandteile an. Gerade bei sogenannten defensiven Mischfonds mit maximal 30% Aktienanteil und 70% oft fast renditelosen „Cash-ähnlichen“ Anlagen kann das zu nennenswerten Einnahmeunterschieden für Berater führen. Der Verzicht auf Gebühren für „Cash“ kann theoretisch auch dazu führen, dass Berater einen höheren Anteil in Risikoanlagen empfehlen, als es für den Kunden gut ist, weil sie damit ihre Einnahmen erhöhen können. Gute Berater sind aber an der langfristigen Zufriedenheit der Kunden interessiert und nicht provisionsgetrieben.

Die individuelle Cash-Anlage könnte bei Banken erfolgen, die den „Cash“ nach ESG Kriterien anlegen. Solche Angebote gibt es nicht nur von umweltorientierten Banken, sondern z.B., auch von der GLS bzw. der Sozialbank und konfessionell orientierten Banken.

1.16. Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben

Die Portfolios, die wir entwickeln, sollen einfach sein. Deshalb könnte man meinen, dass damit Anlageberater überflüssig werden. Aber bei einer guten Finanzberatung geht es um weit mehr, z.B. um⁷⁴

- 1) Bestimmung der Höhe und der Zusammensetzung, der Renditepotentiale und der Risiken des aktuellen Vermögens und der verfügbaren Einnahmen des Anlegers inklusive des Arbeits- bzw. Humankapitals (inklusive Human- bzw. Jobrisiko) und des Pensionsvermögens⁷⁵, auch unter Einbeziehung von Familienangehörigen
- 2) Identifikation von geplanten und potenziellen ungeplanten Anschaffungen bzw. Ausgaben z.B. für Kinder und sonstige Angehörige, Urlaub, Gesundheit, Hausreparaturen

⁷⁴ S. dazu auch Abschnitt „Modularer Ansatz“

⁷⁵ s. z. B. Blanchet 2014, S. 52

- 3) Bestimmung des aktuellen und eines sinnvollen Altersversorgungs- und Versicherungsschutzes des Anlegers
- 4) Bestimmung der Anlagekenntnisse, der Investmenterfahrung und der Risikoneigung des Anlegers und Überprüfung besonders nach starken Veränderungen von finanziellen Situationen oder Kapitalmarktrückschlägen (psychologische bzw. Verhaltensaspekte). Künftig sollten diese Themen zumindest teilweise durch die sogenannte Geeignetheitsprüfung abgedeckt werden.
- 5) Beratung des Kunden in Bezug auf die präferierte Investmentphilosophie: Qualitativ, quantitativ-prognosebasiert oder regelbasiert-robust.
- 6) Nachhaltigkeitsberatung von Anlegern
- 7) Beratung von Kunden in Bezug auf unterschiedliche Renditemodule (z.B. mit/ohne ESG), unterschiedliche Kombinationen mit „Cash“ und eine Risikotool-Nutzung in Abstimmung mit den Bestandsanlagen des Kunden und ggf. Verkaufsempfehlungen für Bestandsanlagen
- 8) Unterstützung des Kunden bei der kosteneffizienten Implementierung der Kapitalanlage, z.B. Wahl der „Verpackung“ (Versicherung, Fonds, ETF-VV etc.), einer neuen Depotbank und Gestaltung von über die Zeit gestreuten Anlageplänen bis hin zu Sparplänen
- 9) Reporting und Monitoring der gesamten Kapitalanlagen des Anlegers inklusive des Versicherungsschutzes und geänderter Einnahmen/Ausgaben
- 10) Spezielle Altersversorgungsaspekte inklusive gesetzlicher und betrieblicher Versicherungen
- 11) Erbschaftsthemen
- 12) Sonstige steuerliche Themen

Nur wenige dieser Punkte können heute gut vollständig online abgearbeitet werden, aber einige können sehr gut mit Hilfe standardisierter Tools unterstützt werden.

Zur systematischen Vorbereitung eines Gespräches mit einem Anlageberater können kostenpflichtige Software-Programme⁷⁶ genutzt werden. Diese Tools enthalten nicht nur Haushaltsplaner und Kontenaggregationen, sondern verschaffen teilweise auch einen Überblick über Versicherungen bzw. beinhalten einfache Finanzplanungshilfen. Die ca. EUR 50-100 p.a., die solche Programme typischerweise kosten, halten wir für eine gute Investition. Es gibt inzwischen

⁷⁶ ehemals Quicken; ähnlich auch Starmoney oder WISO Mein Geld, oder ähnliche private Ausgaben-/Einnahmeplanungstools aber auch die Tools auf www.finatra.de und www.dia-vorsorge.de

auch einige auf den ersten Blick kostenlos erscheinende Online-Tools (s. Finanzblick von Buhl), die bei den Analysen und Planungen unterstützen.

Zur Risikoeinschätzung halten wir das unter www.behavioral-finance.de kostenlos bereitgestellte Risikoeinschätzungstool für besonders hilfreich⁷⁷. Unseres Wissens werden die dort eingestellten Daten nur für wissenschaftliche Zwecke verwendet. Für die Beratungsvorbereitung können auch die Seiten www.finatra.de, www.dia-vorsorge.de, www.portfoliovisualizer.com und www.portfoliocharts.com und [PRISC Tool Webanwendung | DVFA](#) hilfreich sein.⁷⁸ Auf www.soehnholzesg.com stellen wir zudem eigene kostenlose „Tools“ zur einfachen Risikobestimmung und Portfoliowahl zur Verfügung.

Auf den ersten Blick „kostenlose“ Services finanzieren sich meist durch Informationsverkauf. Individuelle Anlegerinformationen, die sich auf die oben genannten Punkte beziehen, sind zudem besonders sensibel. Diese Daten „kostenlos“ online zu stellen, halten wir für nicht ratsam.

Für eine gute Beratung sind allerdings viele der oben genannten Informationen wichtig. Die Beratungsqualität kann verbessert werden, wenn diese Informationen z.B. mit den hier genannten Tools systematisch analysiert und dokumentiert werden. Die wichtigsten Daten sollten dem Berater zwar zur Verfügung gestellt werden, teilweise muss dieser solche Daten sogar aus regulatorischer Sicht erheben, umso wichtiger ist es aber, einen vertrauenswürdigen Berater zu selektieren, der zudem die Datensicherheit gewährt.

Gute Beratung kann sehr wertvoll sein, denn sie kann helfen, kostspielige Fehler zu vermeiden und auch direkte Kosten sparen. Berater sind auch sehr wichtig, um eine umfassende Betreuung sicherzustellen. Deshalb arbeiten wir gerne mit Beratern zusammen. Wir empfehlen typischerweise keine Berater. Aber im Honoraranlageberaterregister der BaFin bzw. bei „Kennst Du einen“ man einige Beraterlisten und teilweise auch Bewertungen, die wir jedoch nicht beurteilen können.

1.17. Attraktive Honorarberatung

Berater kann man in mehrere Gruppen unterteilen. Dabei kann man vor allem danach unterscheiden, was angeboten wird und von wem sie bezahlt werden. Unabhängige Berater können grundsätzlich alle Produkte anbieten, abhängige üblicherweise nur die, die von dem Unternehmen, von dem sie abhängen, freigegeben sind. Die Mehrzahl der Berater sind abhängig und werden

⁷⁷ basierend auf Kaufmann/Weber/Haisley 2013

⁷⁸ Zur möglichen Nutzung dieser Tools s. www.soehnholzesg.com bzw. die dort aufgeführten FAQ unter „Tools“

durch Provisionen von Produkthanbietern bezahlt. Sogenannte Honorarberater werden dagegen direkt von Kunden bezahlt.

Wir halten Honorarberater nicht für grundsätzlich besser als andere Berater. Die Qualität eines Beraters hängt nicht von seinem Gebührenmodell ab, sondern von vielen anderen Faktoren. Die aktuelle Regulierung macht es für einen reinen Honorarberater, der von der Entlohnung aus Beratungsstunden leben will, sehr schwer, profitabel zu arbeiten. Denn selbst die üblicherweise als Maßstab genannten Euro 150 pro Beratungsstunde, die im Vergleich zu Stundensätzen von guten Rechts- und Steuerberatern niedrig erscheinen, werden von Kunden offenbar nur ungern gezahlt. Das zeigt sich an der bisher erst sehr geringen Zahl sogenannten reinen Honorarberatern, obwohl nur diese sich unabhängig nennen dürfen und es deshalb einen Anreiz gibt, sich so regulieren zu lassen.

Wir empfehlen Beratern, die unsere Portfolios vermitteln bzw. Kunden in Bezug auf unsere Portfolios beraten wollen, eine vom Anlagevolumen abhängige Servicepauschale in Rechnung zu stellen. Unser Modell kann auch von Provisionsberatern angewendet werden. Eine solche vom Kunden bezahlte Pauschale macht auch das Honorarmodell skalierbar. Das heißt, die Einnahmen eines Beraters sind nach oben nicht durch die Zahl der Stunden begrenzt, in denen er beraten kann. Sondern je mehr Volumen er berät, desto höher werden seine Einnahmen.

Dazu ist meist ein separater Vertrag des Kunden mit dem Berater nötig. Dafür nehmen weder Berater für diesen Teil ihrer Empfehlungen noch wir irgendwelche Provisionen von Produkthanbietern an. Wir zahlen ebenfalls nichts an Berater, sondern Berater zahlen uns für unsere Services.

Mit dieser Servicepauschale vermeiden wir einige Fehlanreize: Der Berater hat – außer zusätzlicher Arbeit – anders als bei Ausgabeaufschlägen und vergleichbaren Anreizen – nichts davon, wenn er Kunden zu Transaktionen/Umschichtungen anregt. Der Berater hat auch keinen Anreiz, möglichst viele Beratungsstunden zu verkaufen. Der Berater könnte aber versuchen, den Umsatz mit möglichst wenig Beratungsaufwand zu machen. Das gilt aber auch für andere Provisionsmodelle. Der Berater hat auch weiterhin Anreize, zu einem Anbieter zu wechseln, der mehr Provisionen zahlt als er mit unseren Empfehlungen verdienen kann.

Neben regulierten Beratern gibt es auch unregulierte „Berater“ bzw. Vermittler. Regulierung bedeutet nicht unbedingt gute Beratungsqualität und es gibt auch zahlreiche erfahrene Experten, die sich nicht den administrativen Mühen bzw. den laufenden Kosten der Regulierung unterziehen möchten. Unregulierte Experten können als Tippgeber agieren und potenzielle Interessenten auf uns verweisen. Wir selbst zahlen keine Vergütungen an Berater oder Tippgeber, aber es spricht zumindest aus unserer Sicht nichts dagegen, wenn sich Tippgeber von den Anlegern bzw. anderen Beratern, denen sie Tipps gegeben haben, entlohnen lassen. Vermittler können auch (ETF-

)Musterportfolios der Soehholz ESG GmbH vermitteln, die von Vermögensverwaltern umgesetzt werden. Dafür können sie Vergütungen der Vermögensverwalter erhalten.

1.18. Datenschutz durch weitgehenden Verzicht auf Analysen von Anlegerdaten (No- bzw. Small Data Ansatz)

Die Informationen, die zu einer guten Beratung auf Basis der im vorletzten Abschnitt aufgezählten Themen nötig sind, werden von Anlegern ungerne offen gelegt. Es ist aber sehr wichtig, dass sich die Anleger über diese Themen im Klaren sind. Wir raten dazu, diese Informationen systematisch aufzuarbeiten, regelmäßig zu überprüfen und zu dokumentieren. Diese Dokumentation sollte auf einem privat kontrollierten sicheren Server bzw. einer datengesicherten sogenannten privaten Cloud erfolgen.

Oft ist es hilfreich, einige der oben genannten Themen mit Verwandten oder Freunden zu besprechen, gerade in Bezug auf die persönliche Lebensplanung. Die daraus abzuleitenden finanziellen und Versicherungsthemen kann aber am besten ein Profi beantworten. Dieser Profi muss dann Zugang zu den oben genannten Informationen bekommen. Berater sind sogar gesetzlich verpflichtet, etliche der Informationen in einem Beratungsprotokoll aufzunehmen, zu überprüfen und auch regelmäßig zu aktualisieren⁷⁹.

Wir selbst möchten diese Informationen nicht haben. Informationen, die wir nicht haben, können nicht verloren gehen und auch nicht von uns vermarktet werden. Ohne detaillierte Endkundendaten können wir auch nicht mit Beratern in einen Wettbewerb um ihre Kunden treten und bieten Beratern damit Sicherheit in der Zusammenarbeit mit uns.

Wir machen auch keine Nutzungsanalysen, indem wir z.B. verfolgen, wann welche Internetseite von welchem Server aufgerufen wurde. Wir bitten Interessenten, die über unsere Aktivitäten auf dem Laufenden gehalten werden möchten, allerdings um ihre E-Mail-Adresse und eventuell auch um Angaben zu ihren Interessengebieten und speichern diese auch. Wir geben diese Informationen nur weiter, wenn der Interessent eingewilligt hat und diese Einwilligung kann jederzeit widerrufen werden.

Diesen Ansatz bezeichnen wir als No- bzw. Small Data Ansatz im Gegensatz zum vorherrschenden datensammelorientierten Big-Data Ansatz. Allerdings bedeutet der weitgehende Verzicht auf extern kommerziell nutzbare Kunden- bzw. Interessentendaten einen Nachteil für uns, weil wir Daten, die wir nicht haben, auch nicht finanziell verwerten können.

⁷⁹ s. BaFin 2015; dieses wird künftig durch eine sogenannte Geeignetheitsprüfung ersetzt

Wir sind ein eigentümergeführtes Unternehmen. Da wir nicht vorhaben, unsere Unternehmensanteile zum Beispiel bei einem Börsengang zu verkaufen, fällt uns der Verzicht auf solche kommerziell nutzbaren Kundendaten aber nicht schwer.

1.19. „Verantwortungsvolles“ Investieren und neuartiges ESG ETF-Portfolio

Außer dem Weltmarktportfolio entwickeln wir weitere systematisch-prognosefreie Portfolios, insbesondere solche mit Fokus auf sozial und ökologisch gute Anlagen mit guter „Governance/Aufsicht“ („ESG“ für Environment, Social and Governance und „SRI“ für Socially Responsible Investments und „RI“ für Responsible Investments bzw. Verantwortungsvolles Investieren; diese Begriffe werden der Einfachheit halber hier als austauschbar angesehen)⁸⁰.

Zahlreiche Untersuchungen haben gezeigt, dass man als Anleger bei verantwortungsvollen Geldanlagen meist weder auf Rendite verzichten noch zusätzliches Risiko in Kauf nehmen muss⁸¹. Wir erwarten deshalb, dass Investments nach solchen Kriterien künftig wichtiger werden. Für institutionelle Investoren wird bereits seit einiger Zeit darüber diskutiert, ob sie nicht sogar eine Pflicht zur Berücksichtigung von ESG Kriterien haben⁸².

Also spricht nichts dagegen und viel dafür, solche Portfolios umzusetzen. Allerdings finden sich zum Portfoliostart in 2016 noch nicht für alle von uns selektierten Anlagesegmente passende „ESG“ ETFs bzw. die angebotenen ETFs erfüllen nicht unsere strengen Selektionsanforderungen⁸³. Unter passend verstehen wir eine Anwendung umfassender Ausschlüsse und strenger ESG-Regeln. So werden von Datenanbietern oft über 100 ESG-Kriterien pro Aktie erhoben. Die erhobenen Daten unterschieden sich von Anbieter zu Anbieter und auch die Aggregation der Daten ist unterschiedlich. So nutzen einige Datenanbieter und auch Anleger Ausschlusskriterien, andere arbeiten dagegen nur nach dem Best-In Class Konzept⁸⁴.

In 2015 waren erst sehr wenige nachhaltige Anleihe-ETFs verfügbar, so dass unsere Allokation zu Anleihen zum Start nur 25% betrug. Staatsanleihen nutzen wir für unsere nachhaltigen Portfolios nicht, weil Staaten zahlreiche nicht-nachhaltige Aktivitäten wie Förderungen von fossilen Brennstoffen, Atomkraft, Waffenexporten etc. haben. Ab Anfang 2019 konnten wir als Ersatz dafür

⁸⁰ Details siehe <https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf> bzw. Söhnholz/Frank 2018

⁸¹ siehe Söhnholz 2014b; Hale 2016

⁸² vgl. UNEP 2015

⁸³ siehe <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/>

⁸⁴ S. Söhnholz/Frank 2018

einen ESG-ETF mit Anleihen institutioneller Entwicklungsinstitutionen aufnehmen. Der erste nachhaltige ETF für alternative Anlagen, nämlich für Immobilien, war jedoch erst für die 2020er ESG ETF Portfolios verfügbar. 2021 kam ein nachhaltiger Infrastruktur-ETF hinzu und 2021 ein nachhaltiger Small Cap ETF. Ab 2023 entfällt das Segment Infrastruktur wieder, weil kein ETF die verschärften Selektionsregeln erfüllt⁸⁵.



⁸⁵ Das gilt vor allem für die ab 2023 erforderliche Klassifikation nach Artikel 9 der Offenlegungsverordnung (SFDR)

16 falsche ESG-Thesen

| # | Falsche Thesen |
|----|---|
| 1 | ESG Investing kostet Rendite oder erhöht das Risiko |
| 2 | ESG reduziert Diversifikation zu stark |
| 3 | ESG Investing ist zu teuer |
| 4 | Es gibt sehr viele verantwortungsvolle Fonds |
| 5 | ESG Strategien mit börsennotierten Werten bringen nichts |
| 6 | ESG Momentum/Progress ist nachhaltig |
| 7 | Impact bei Aktien ist nicht messbar (SDG, Verbesserungen) |
| 8 | ESG Stimmrechtsausübung/Engagement sind wichtig |
| 9 | Reine ESG/SRI ETFs sind besonders streng |
| 10 | ESG Ratings sind nicht verlässlich |
| 11 | Unternehmen mit guten ESG Ratings sind immer gut |
| 12 | ESG Ratings werden zu selten gemacht |
| 13 | Unternehmen mit guten ESG Ratings sind schon zu teuer |
| 14 | Die ESG Regulierung wird für Klarheit sorgen |
| 15 | Greenwashing kann nicht einfach geprüft werden |
| 16 | ESG Investments sind kaum verständlich |

Vgl. <https://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/>



Custom Portfolios statt ESG-Mythen

| ESG Kritik | Custom Indexing Antwort |
|--|--|
| Kein Impact mit börsennotierten Wertpapieren | Begrenzttes Vermögen sollte so nachhaltig wie möglich angelegt werden. Signaling soll andere zum Nachmachen anregen. |
| ESG Investing reduziert Diversifikation zu stark | Je mehr Investments, desto mehr Nachhaltigkeitskompromisse. Bereits wenige Investments reichen zur Diversifikation. |
| Ausschlüsse schaden der Realwirtschaft | „Schlechte“ Unternehmen sollen sich über ihre Produkte/Services finanzieren. |
| Es gibt keinen ESG-Ratingstandard | Das ist kein Grund ESG zu vernachlässigen. Man muss nur einen passenden Anbieter finden. |



5

1.20. Institutionelle Ansprüche und Eignung auch für professionelle Anleger

Unsere Portfolios sind zwar ursprünglich überwiegend für Privatanleger entwickelt worden, aber sie sollen auch institutionellen Ansprüchen genügen. Regelbasierte Anlagen mit offen gelegten Regeln sind für institutionelle Investoren konzeptionell sogar besonders attraktiv, da sie durch ihre hohe Transparenz regulatorische und Compliance-Vorgaben besonders gut erfüllen können. Auch robuste Kapitalanlagen sind für institutionelle Anleger meist attraktiver als volatile Anlagen. Sogar einige der von uns geplanten Tools sollten für institutionelle Anleger interessant sein.

Da unsere Portfolios auf neuesten wissenschaftlichen Erkenntnissen beruhen, wir Risiken in institutioneller Qualität messen können⁸⁶, unterschiedlichen institutionellen Implementierungsbedürfnissen flexibel nachkommen und bei Bedarf auch ein institutionelles Reporting liefern können, gibt es viele Gründe, warum unsere Portfolios auch für institutionelle Anleger interessant sein sollten. Auch mit unserem speziellen Fokus auf „verantwortungsvolle“ bzw. nachhaltige ESG-Portfolios sollten wir für institutionelle Kapitalanleger, für die diese Themen immer wichtiger werden, attraktiv sein. Zudem haben wir langjährige institutionelle Erfahrung. Deshalb halten wir unsere Portfolios z.B. auch für Stiftungen für interessant.

⁸⁶ s. Abschnitt zu Faktoranalysen

Meine 2-3 Nachhaltigkeitsfragen



Was wir allerdings nicht selbst anbieten, ist ein aktives institutionelles Risikomanagement. Dabei geht es vor allem um das Einhalten interner und externer Vorgaben/Limits. Aber das kann durch Partner wie Depotbanken, Fondsadministratoren bzw. andere Experten geliefert werden.

1.21. Keine Nutzung sogenannter Smart-Beta- bzw. Faktorprodukte in den Standardportfolios

Besonders in den USA wächst der Sektor der sogenannten Smart-Beta ETFs⁸⁷ besonders stark. Wie der Name schon sagt, sollen solche Produkte intelligenter sein als normale ETFs. Die Überlegungen, die hinter den Produkten stehen, sind interessant. Der Hintergrund: „Beta“ steht für Marktperformance, so wie „Alpha“ als Begriff für die Fähigkeiten zur Outperformance von Märkten genutzt wird. Smart-Beta steht für regelbasierte (und meist auch Prognosefreiheit, deshalb sind Smart-Beta Strategien aus unserer Sicht konzeptionell attraktiv) Abweichungen von kapitalisierungsgewichteten Indexkonzepten. Konzepte, die auf teils wenig transparenten Index-

⁸⁷ Morningstar spricht von Strategic Beta

Komitee-Entscheidungen beruhen, halten wir dabei für weniger attraktiv als Konzepte, die auf durchgängig nachvollziehbaren und dokumentierten Regeln beruhen.

Fast alle allgemein bekannten Aktienindizes nutzen Kapitalisierungsgewichtungen⁸⁸. Anleihen werden in der Regel nach Gesamtwert der ausstehenden Anleihen, also vereinfacht gesagt nach der Schuldenhöhe des Emittenten, gewichtet. Das heißt aber auch: Je höher die Kurse einer Aktie sind bzw. je mehr Schulden ein Staat oder ein Unternehmen aufgenommen hat, desto höher wird dieses Wertpapier im Index gewichtet. Anders ausgedrückt: Diese Indizes sind prozyklisch aufgesetzt.

Sehr viele Untersuchungen zeigen, dass fast jede andere Art von Gewichtung zu höheren Renditen von Anlagen führt als Kapitalgewichtungen. Viele Untersuchungen ergeben, dass besonders Gleichgewichtungen von Aktien in zahlreichen Perioden und Märkten bessere Renditen bringen als Kapitalisierungs- aber auch als viele andere Arten von Gewichtungen⁸⁹. Die bessere Rendite von alternativen („smarten“) Gewichtungen kann zum Teil auf anti-zyklische Effekte durch bei all diesen Ansätzen nötige Rebalancierungen zurückgeführt werden.

Eine Weiterentwicklung von Smart-Beta Strategien arbeitet nicht nur mit anderen Gewichtungen, sondern auch mit anderen Selektionskriterien als klassische Indizes, für die Größe (Kapitalisierung bzw. Schuldenstand etc.) im Vordergrund steht. So meinen einige Wissenschaftler⁹⁰ und Praktiker, dass sich manche Arten von Aktien preislich systematisch besser entwickeln als andere. Das widerspricht der Hypothese von Markteffizienz, denn in einem effizienten Markt sollte es vorhersehbare Outperformance nicht geben.

Diese systematische Outperformance soll vor allem für kleine Unternehmen gegenüber großen Unternehmen, günstige Aktien gegenüber Wachstumsaktien (Value versus Growth), Aktien guter Qualität gegenüber Aktien schlechter Qualität, Aktien mit niedrigeren Schwankungen gegenüber solchen mit höheren Schwankungen etc. gelten. Aber unterschiedliche Untersuchungen bzw. Praktiker nutzen teilweise unterschiedliche Definitionen der Faktoren⁹¹. Und die meisten der Untersuchungen beruhen auf relativ langen Zeitreihen von US-Daten. Für andere Länder, z.B. Japan, lassen sich vergleichbare Faktoreffekte aber nicht immer zeigen.

Wir sind skeptisch, ob diese Ergebnisse, auch nachdem sie veröffentlicht wurden und wiederholt angeblich bestätigt wurden, immer noch gelten, oder ob sie inzwischen von findigen Investoren ausgenutzt wurden und damit verschwunden sind. So kann man in den letzten Jahren lange Perioden von Underperformance von Small Cap und Value Aktien feststellen.

⁸⁸ Gewichtung = Kurs * Anzahl der relevanten Aktien

⁸⁹ s. Soehnholz 2012b, u.a. deshalb sind die direkten Aktienportfolios so gewichtet

⁹⁰ z.B. Fama/French 2013 mit ihren Faktormodellen

⁹¹ Für „Value“ gibt es dutzende von unterschiedlichen Definitionen

Wenn die folgende Annahme zutrifft „ein Faktor (z.B. Value) liefert aller Wahrscheinlichkeit nach auch dauerhaft Outperformance und die Definition des Faktors ist klar und nachvollziehbar“, dann sollte man in Wertpapiere mit Abhängigkeit von diesem Faktor investieren, z.B. in dem man einen entsprechenden Value-ETF kauft. Schwieriger wird es, wenn ein zweiter angeblich attraktiver Faktor wie Qualität dazu kommt. Multi-Faktor-Portfolios kombinieren dann z.B. einen Value- und einen Quality-ETF. In dem Value-ETF können aber auch Aktien schlechter Qualität und in dem Quality-ETF können Aktien mit schlechtem Value enthalten sein. Die Kombination dieser beiden ETFs wird aller Wahrscheinlichkeit nach zu erheblich anderen Ergebnissen führen als eine gleichzeitige Anwendung von Qualitäts- und Valuekriterien auf ein Aktienuniversum.

Für einen Partner haben wir ein Smart-Beta ETF-Portfolio entwickelt, welches vor allem auf die Vorteile von anderen als Kapitalisierungsgewichtungen setzt⁹². Außerdem können Faktor-ETFs anderen ETFs vorgezogen werden, wenn Sie faktorunabhängigen ETF-Selektionsregeln, zum Beispiel Nachhaltigkeitsanforderungen, besser entsprechen.

1.22. Faktoranalyse statt Faktorinvesting

Wichtiger als Faktorinvesting sind aus unserer Sicht systematische Faktoranalysen. Das heißt, der Anleger sollte möglichst weitgehend nachvollziehen können, von welchen wesentlichen Einflüssen (wie einzelnen Unternehmen, Branchen, Ländern, Währungen) bzw. Faktoren die Rendite bzw. das Risiko seines Portfolios in der Vergangenheit abhängig war. Bei Portfolios, die auf stabilen Regeln basieren, kann man annehmen, dass solche Faktorabhängigkeiten auch für die Zukunft erwartet werden können. Aber auch solche Analysen sind von den Faktordefinitionen abhängig. Schon kleine Definitionsänderungen können zu anderen Ergebnissen führen. Und je größer die Anlagefreiheiten und je „aktiver“ das Fondsmanagement ist, desto weniger hilft aber eine solche Analyse.

Bisher haben wir wenig Mathematik bzw. Statistik genutzt. Das liegt daran, dass wir bisher keine Zeitreihen benötigt haben, da wir alle Portfolios rein konzeptionell entwickelt haben.

Für Risikoanalysen sind jedoch mathematische Verfahren nötig. Die Analyse, von welchen Faktoren ein Portfolio abhängig ist, kann zum Beispiel auf der Webseite www.portfoliovisualizer.com getestet werden. Bevor man eine Faktoranalyse macht, müssen die zu untersuchenden Faktoren bestimmt werden⁹³. Damit kann man zum Beispiel die Abhängigkeit deutscher Aktienkurse von US-Kursen ermitteln. Die Unternehmen des DAX haben zwar ihren Hauptsitz in Deutschland, viele von diesen machen jedoch Geschäfte auch außerhalb von Deutschland. Es ist jedoch aufwändig, z.B. die US-Abhängigkeit aus Geschäftsberichten der Unternehmen abzuleiten, wenn man das für längere

⁹² Die ETFs des Equity Income (DW) ETF-Portfolios nutzen Dividendengewichtungen

⁹³ s. z.B. Söhnholz 2012, S. 24/25

Zeiträume machen möchte. Mit Hilfe von statistischen Zusammenhängen von DAX-Kursen und US-Kennzahlen kann mit einer Faktoranalyse dagegen relativ einfach herausgefunden werden, wie stark die DAX Abhängigkeit von den USA in der jeweiligen Periode war.

Eine gute Faktoranalyse ist nicht einfach. Zunächst müssen mögliche Einflussfaktoren und die zu beobachteten Veränderungen (Rendite, Verluste, Volatilität etc.) identifiziert werden. Auch die Wahl der Analyseperiode ist wichtig: So kann man kurzfristige von mittel- und langfristigen Abhängigkeiten unterscheiden. Neben der Basis der Faktoranalyse (Einzeltitel- bzw. „Holdings“-basierte Analyse versus renditebasierte Analyse von aggregierten Indizes bzw. Portfolios) ist auch die Art der vermuteten Zusammenhänge (z.B. linear versus nicht-linear) zu bestimmen. Dabei sollte Hypothesen- bzw. researchbasiert vorgegangen werden: Wenn man statistisch signifikante Aktienmarktabhängigkeiten von Niederschlagshäufigkeiten oder Mondphasen findet, kann man diese kaum rational erklären. Der Fokus der Analyse sollte deshalb bei bereits identifizierten relevanten Faktoren liegen, von denen es allerdings auch bereits sehr viele gibt⁹⁴. Besonders wichtige Einflussfaktoren für Anlageportfolios sind meist Zins-, Währungs-, Länder- und Branchenentwicklungen. Es kann aber auch interessant sein, systematische Portfolio-Abhängigkeiten von anderen Faktoren zu bestimmen wie Marktkapitalisierung, Value/Growth, Kreditqualitäten etc.. Ziel kann sein, Klumpenrisiken zu erkennen, also eine zu starke Abhängigkeit von einzelnen Faktoren. Da Faktorabhängigkeiten im Zeitverlauf oft nicht stabil sind, ist die adäquate Wahl des zu analysierenden Zeitraumes wichtig.

1.23. Risikosteuerung über Zeit (Sparpläne) und mit Trend-Signalen

Neben der Diversifikation über Anlageklassen bzw. Faktoren ist die Diversifikation über die Zeit ein wichtiger Ansatz zur Risikosenkung. Das Konzept des sogenannten Cost-Averaging (in Bezug auf die über die Zeit gestreute Einstandskurs-Durchschnittsbildung beim Wertpapierkauf z.B. bei Sparplänen) spricht dafür, das Zielinvestmentvolumen über mehrere Zeitpunkte bzw. Perioden (Tageszeiten, Tage, bzw. Wochen) gestreut zu investieren⁹⁵. Bei dauerhaft steigenden Märkten, wie das bei unseren Renditeportfolios der Fall sein sollte, können Sparpläne aber Renditenachteile gegenüber direkten Vollinvestitionen haben.

Mindestens genauso wichtig zur Risikoreduktion im Portfolio wie das Timing von Anlagen bzw. Käufen, ist das Timing von Wertpapier-Verkäufen (oder der Kauf von Absicherungen). Wir kennen allerdings keine Methode, die immer zuverlässig funktioniert. Zumindest partielle Kapitalgarantien kann man heute für sehr viele Portfolios mit Derivaten selbst entwickeln oder von Dritten (Banken)

⁹⁴ s. z.B. Faktor-Zoo Beitrag von Hsu/Kalesnik 2014

⁹⁵ s. z. B. Malkiel/Ellis 2013, S. 128-131

kaufen, aber Garantien sind oft sehr teuer, insbesondere unter Einbezug von Opportunitätskosten (entgangenen Gewinne).

Garantien kosten typischerweise umso mehr Geld, je niedriger die Zinsen sind. Garantien funktionieren nämlich normalerweise so, dass ein Teil des Anlagebetrages in zinstragenden Anlagen angelegt wird, die zum Ende der Garantiezeit den Garantiebtrag durch Zins und Zinseszins sichern sollen. Bei einem relativ hohen Zins und langen Garantieperioden funktioniert das ganz gut. In einem solchen Fall bleiben von 100% Anlagekapital zum Zeitpunkt 0 noch etliche % frei, um diese in risikoreiche renditeorientierte Anlagen zu investieren. Von der Höhe dieses Betrages (nach Kosten) hängt der Partizipationsgrad an den Wertentwicklungen der Basisanlage ab. Bei geringen Zinsen und kurzen Garantieperioden funktioniert das aber sehr schlecht, weil kaum noch Anlagekapital für renditeorientierte Anlagen übrigbleibt. Ähnliches gilt auch für die Kosten der Absicherung mit Derivaten (Optionen und Futures), die in der Regel umso höher sind, je niedriger die Zinsen sind und je länger die abzusichernde Periode ist. Auch die weit verbreiteten Stopp-Loss Vorgaben für risikoreiche Anlagen sind nicht immer hilfreich. So kann man vielfach feststellen, dass so Verluste zwar sicher realisiert werden, wenn die Stopp-Loss Marken erreicht werden, aber der Wiedereinstieg in den Markt im Nachgang zu spät erfolgt, so dass die sogenannten Opportunitätskosten für entgangene Gewinne sehr hoch sind. Vereinfacht kann man sagen, dass Absicherungen jeglicher Art normalerweise – teilweise erhebliche - Zusatzkosten verursachen, die zu Renditeschmälerungen führen.

Neben externen Absicherungs-, Derivate- und Stopp-Loss Absicherungen sind trendbasierte Risikosteuerungsansätze relativ weit verbreitet. Es gibt viele Indikatoren dafür, dass Märkte Trends folgen. Mit der Behavioral Finance Erklärungsansätzen⁹⁶ gibt es dafür auch rationale Begründungen. Wenn man einen Abschwung rechtzeitig erkennt, sollte man deshalb aus dem Markt aussteigen bzw. wenn man einen Aufschwung erkennt, einsteigen. Es gibt viele Investmentprofis, die sich intensiv mit Trendfolge und Momentum und verwandten Begriffen beschäftigen und es gibt sehr viele unterschiedliche Ansätze.

Mittelfristig haben sich einige dieser sogenannten Trendfolgeansätze recht gut bewährt, um Verluste zu reduzieren, aber trotzdem nicht zu spät wieder in Märkte einzusteigen⁹⁷. Allerdings sind die Anforderungen an gute Signalsysteme sehr hoch⁹⁸.

Wir haben 2016 mehrere Ansätze getestet, die unseren Prinzipien folgen: Einfach, robust und transparent. Viele Trendfolgeansätze zeichnen sich nämlich durch hohe Komplexität bzw. hohe Sensitivität in Bezug auf die Annahmen aus. Wenn man z.B. statt eines 30 Tage Durchschnittes einen mit 25 oder 35 Tagen verwendet, kommt man bei sonst gleichen Parametern auf teilweise sehr

⁹⁶ siehe z.B. Weber et al. 2015

⁹⁷ s. z.B. Geczy/Samonov 2015, Lempérière et al. 2014 und Hurst/Ooi/Pedersen 2012

⁹⁸ siehe z.B. Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 111-116

unterschiedliche Resultate. Durch Data-Mining kann man so zu sehr gut aussehenden Rückrechnungen (Backtests) kommen. Wir haben bewusst nur sehr wenige Varianten getestet und alle Tests dokumentiert⁹⁹.

Als besonders gut hat es sich unserer Erfahrung nach erwiesen, Trends in mehreren Märkten- bzw. Marktsegmenten gleichzeitig zu messen (z.B. regional und/oder sektoral) und dann zu aggregieren, um Markteinstiegs- bzw. Marktausstiegssignale zu erhalten. Wichtig ist uns auch, dass nur wenige bzw. selten Signale generiert werden, um die Implementierungskosten für Ausstieg und Wiedereinstieg gering zu halten. Im Idealfall ist es egal, ob die Signale sofort oder erst im Laufe z.B. der dem Signal folgenden Woche umgesetzt werden. Das ist besonders für Fonds- bzw. ETF Portfolios wichtig, da einzelne Anleger Signale in der Regel nicht so schnell in ihren Depots umsetzen können wie professionelle Portfoliomanager.

Da die Implementierungskosten und die Geschwindigkeit eine wichtige Rolle spielen, suchen wir nach einem Modell, bei dem auf Signalebasis einige – aber nicht alle – ETFs (anteilig) verkauft werden und durch „Cash“ ersetzt werden. Das führt dazu, dass sich die Allokation im Renditeportfolio entsprechend ändert. Bei positiven Signalen würden diese ETFs wiedergekauft und die Basisallokation wiederhergestellt werden.¹⁰⁰

Aufgrund dieser Nachteile haben wir Trendfolge- bzw. Risikosteuerungssignale zunächst nur als Zusatzmodul für interessierte Anleger angeboten und nicht als festen Bestandteil unserer Basisportfolios angeboten. Später haben wir zusätzliche Trendfolgeportfolios in unser Angebot aufgenommen.

1.24. Sehr geringe Kosten im Vergleich zu traditionellen Angeboten und Prozess der Zahlungsabwicklung für die Portfolios

Für eine gute Rendite sind niedrige Kosten wichtig¹⁰¹. Die Kosten für unsere Services sind mit 0,3% p.a. bzw. mit den empfohlenen 1% p.a. inklusive Beratung bzw. Verwaltung relativ niedrig.

Selbst wenn durchschnittliche Anleger ihr ganzes typisches Wertpapierdepot von ca. EUR 10.000 nach unseren Musterportfolios anlegen würden, würden sie bei 1% p.a. inklusive Beratung bzw.

⁹⁹ Siehe Test von Risikomanagementmodellen unter [Archiv – Soehholz ESG](#)

¹⁰⁰ Die hier skizzierten Risikosignaltests wurden im August/September 2016 durchgeführt und dokumentiert und die detaillierte Dokumentation wird auf www.soehholz.esg.com zur Verfügung gestellt, siehe <https://soehholz.esg.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Soehholz.esg%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf>

¹⁰¹ s. z.B. Faber 2015, S. 104

Verwaltung nur EUR 100 pro Jahr zahlen. Dafür bekommt man normalerweise nicht einmal eine einzige Beraterstunde, denn Berater wollen verständlicherweise nur Kunden betreuen, von denen sie für ihre Beratungsleistung adäquat honoriert werden.

Für Interessenten mit geringen Anlagebeträgen, die keinen Berater finden, können sich an Verbraucherzentralen wenden, von denen einige eine günstigere Beratung anbieten. Berater in Verbraucherzentralen haben jedoch nicht unbedingt eine umfassende Finanzbildung bzw. Anlageerfahrung.

Wir verpflichten Berater bzw. Verwalter nicht dazu, genau 1% p.a. für ihre Beratung in Bezug auf unsere Portfolios zu nehmen, denn Berater sind einerseits frei in ihrer Preisgestaltung und können andererseits ganz unterschiedliche Leistungen erbringen. Unsere Preisempfehlung sieht eine Service- bzw. Beratungsgebühr von 1% netto pro Jahr auf das Depotvolumen vor. Davon gehen 0,3% p.a. für die Musterportfolioentwicklung und -pflege sowie die Internetunterstützung an uns und 0,75% p.a. an den Berater bzw. Verwalter. Die 0,75% p.a. entspricht in etwa der Marge, die ein Berater erhält, wenn er Fonds vertreibt und Provisionen der Produkthanbieter dafür bekommt.

Zu beachten ist, dass diese Gebühren für solche Musterportfolios – anders als bei direkten Einzelfonds- bzw. Dachfondsinvestments - der Umsatzsteuer unterliegen, also 19% p.a.¹⁰² (0,19% bei 1%) auf diese Servicegebühr zusätzlich erhoben werden. Hinzu kommen die Kosten für den Kauf- und Verkauf der ETFs im Depot, die depotbankabhängig sind. Ausgabeaufschläge, sonstige Einmalgebühren oder laufende Gebühren fallen für unsere Modellportfolios nicht an.

Grundsätzlich fällt bei einem direkten ETF-Portfolio kein Ausgabeaufschlag an, der auch bei offenen Investmentfonds bis zu 6% einmalig betragen kann und meist dem Fondsvertrieb zugute kommt.

Der direkte Vergleich stellt sich aus Sicht des ETF-Portfolioanlegers zum direkten (Dach-) Fondsanleger wie folgt dar: Geringere Kosten für das „Management“ von Fonds¹⁰³, vergleichbare laufende Beratungskosten (Innenprovisionen von Fonds für den Vertrieb liegen meist bei 0,5% - 0,75% pro Jahr; dem entspricht unsere empfohlene Beratungsgebühr), keine erfolgsabhängige Gebühren (die bei Fonds höher sein können als die Managementgebühren) und unterschiedliche Handelskosten (die innerhalb von Fonds bei aktiven Fonds recht hoch sein können¹⁰⁴). Bei Fondsinvestments fallen diese Gebühren aber auch auf den renditefreien bzw. renditearmen „Cash“-Teil des Portfolios an.

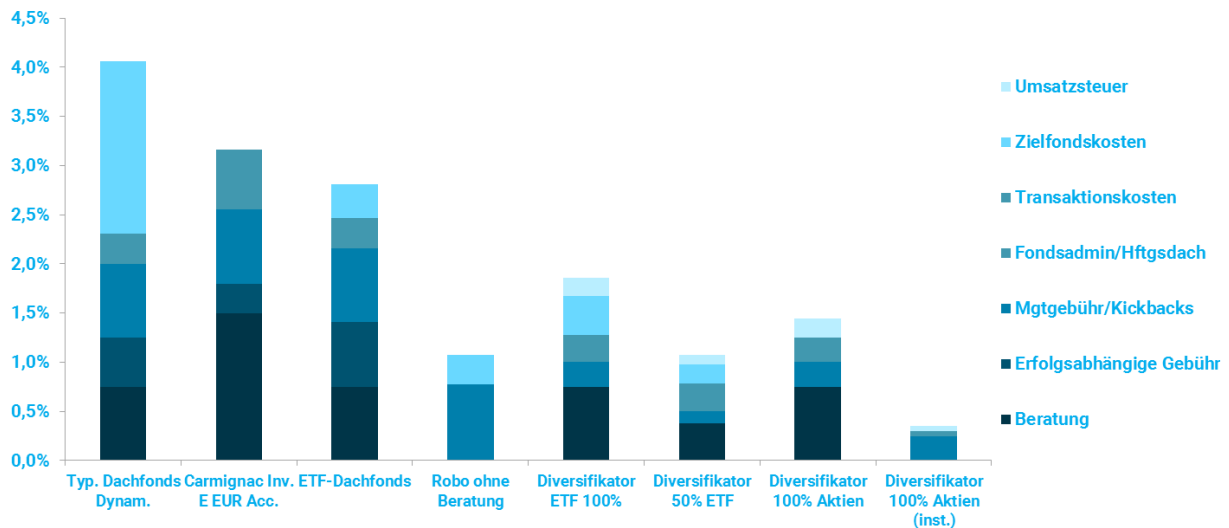
¹⁰² 16% von Juli bis Dezember 2020

¹⁰³ bei aktienorientierten Fonds liegen diese typischerweise bei 0,5% bis 1% p.a. im Vergleich zu unseren Servicegebühren von 0,3% p.a.

¹⁰⁴ s. Petersmann-Institut in Heuser 2015, S. 226

Insgesamt ist unser Angebot nach unseren Kalkulationen inklusive Beratung deshalb in 2016 ca. 1-2% p.a. günstiger als vergleichbare traditionelle Angebote¹⁰⁵. Das ist sehr viel, wenn man bedenkt, wie niedrig die Zinsen derzeit sind. Ohne die Berücksichtigung unserer Nicht-Gebühren auf Cash, ist unser Angebot mit 1% p.a. nach unseren Schätzungen allerdings bis zu 0,5% p.a. teurer als manche beratungsfreien Onlineangebote (Robo-Advisor Angebote).¹⁰⁶

Den folgenden Vergleich haben wir Ende 2015 erstellt:



1.25. Umsetzung im individuellen Depot (Execution only)

Die meisten Depotbanken und manche Vermögensverwalter bieten Execution-Only Mandate an. Dabei setzen Anleger ihre Portfolios selbst um. Technisch sollte ein separates (Unter-)Depot eröffnet werden, um unsere Musterportfolios zu implementieren. Dafür fallen für Privatanleger normalerweise keine oder nur sehr geringe Kosten an, da die Depotbetreiber typischerweise an den Transaktionskosten verdienen. Anders als beim Kauf von Dachfonds fallen die Kosten für den Kauf und Verkauf von ETFs und Aktien direkt im Depot des Privatkunden an und sind von der jeweiligen Depotbank und dem Broker bzw. Handelsplatz abhängig. Ein weiteres wichtiges Element bei einer Depotbankwahl ist zum Beispiel die Breite und Tiefe der ETF- und Aktienangebotspalette.

Depots werden normalerweise im Namen und für Rechnung des jeweiligen Anlegers geführt. Der Anleger entscheidet selbst darüber, was er in seinem Depot anlegt. So kann der Anleger die

¹⁰⁵ s. dazu auch die Kostenanalyse auf www.soehnholzesg.com

¹⁰⁶ Details zur Abwicklung werden auch im Abschnitt „Kosten“ in „Fragen und Antworten“ beschrieben

Depotbank jederzeit anweisen, von den Modellportfolios abzuweichen. Jede Abweichung vom Musterportfolio kann allerdings dazu führen, dass Rebalancierungs- bzw. Risikosignale von der Depotbank nicht mehr automatisch umgesetzt werden können (betrifft nur verwaltete Portfolios) und es zu einem erhöhten Aufwand bei Berater und/oder Anleger und/oder Depotbank kommt, was mit zusätzlichen Kosten verbunden sein kann.

Der Berater bzw. der Anleger selbst kann seiner Bank mitteilen, dass z.B. unser Weltmarktportfolio implementiert werden soll. Alle nötigen Portfolio-Informationen kann der Berater unserer Internetseite entnehmen bzw. bekommt der Berater von uns.

Gerade bei kleinen Anlagesummen ist es manchmal schwierig, einen Berater zu finden, der für 1% pro Jahr arbeiten will. Selbst bei den in Deutschland durchschnittlich üblichen zehn- bis fünfzehntausend Euro Wertpapier-Anlagevolumen sind 1% nur 100 bis 150 EUR und entsprechen damit den Mindestkosten für eine einzige Beraterstunde. Wenn man die hohen Anforderungen an gute Beratung bzw. Berater betrachtet, ist es nicht verwunderlich, wenn man für – aus Beratersicht - relativ geringe Anlagesummen oft keine interessierten Berater findet. Wir selbst verlangen keine Mindestanlagesumme. Es kann aber sein, dass außer Beratern auch Depotbanken Mindestanlagesummen bzw. Mindestgebühren verlangen.

Depots selbst werden heute oft kostenlos geführt. Depotbanken müssen aber auch verdienen. Das geschieht in der Regel über Transaktionsgebühren. Der Berater bzw. der Anleger sollten unbedingt prüfen, wie stark der Einfluss der Transaktionskosten ist. Bei einem einmaligen Anlagebetrag von EUR 10.000, der auf 5 ETFs verteilt wird, werden 2.000 Euro pro ETF angelegt. Kauf- und Verkaufskosten von nur je 5 Euro führen zu Kosten von 10 Euro („Roundtrip“, also Kauf und Verkauf) pro ETF, also bereits 0,5%. Allerdings gibt es seit 2019 auch in Deutschland sogenannte Gratisbroker, mit denen – meist gegen Überlassung von Daten, relativ günstig gehandelt werden kann. Dabei ist unter anderem darauf zu achten, zu welchen Preisen/Kursen Wertpapierkäufe bzw. - Verkäufe erfolgen. Diese sind oft etwas höher/niedriger als Käufe an offiziellen Marktplätzen (Börsen).

Anleger mit kleinen Anlagesummen sollten besonderen Wert auf Portfolios mit wenig Handelsaktivitäten bzw. geringen Umsetzungskosten in den Depots legen, die bei kleinen Summen besonders hohe Anteile an den Kosten ausmachen können. Sie sollten aber nicht grundsätzlich andere Allokationen verfolgen. Eine kleinere Anzahl von ETFs oder Aktien im Portfolio kann sich bei vielen Banken bzw. Brokern schnell positiv auf die Rendite nach Kosten auswirken.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Bei der Nutzung sogenannter „Gratisbroker“ spielen diese Kosten keine große Rolle mehr

1.26. Entwicklung weiterer kostengünstiger und depotbankspezifischer Portfolios und Implementierung von Sparplänen

Für das Weltmarktportfolio haben wir aus allen über tausend in Deutschland börsennotierten und steuereffizienten ETFs die nach unserer Ansicht passendsten frei ausgewählt. Ende 2015 ist das Resultat ein Startportfolio von 19 ETFs von 10 unterschiedlichen Anbietern.

Bei der Umsetzung dieses Portfolios stoßen Berater bzw. Anleger jedoch eventuell an Grenzen. So gibt es eine Reihe von Depotbanken, die nur die Verwendung weniger ETF Anbieter und auch nicht aller ETFs des jeweiligen Anbieters ermöglichen. Hinzu kommt, dass die Umsetzung eines Portfolios von 19 ETFs, insbesondere wenn Sparraten hinzukommen bzw. Rebalancierungen durchgeführt werden, bei vielen Depotbanken teuer werden kann.

Wir selbst werden keinerlei Zuwendungen von ETF Anbietern (oder anderen Parteien) annehmen. Allerdings könnten wir indirekt profitieren, wenn z.B. ETF-Anbieter oder Depotbanken für die von uns entwickelten Portfolios werben.

Als Basisportfolio wird von uns das von vom „echten“ Weltmarktportfolio abgeleitete ETF-Weltmarktportfolio mit seinen ca. zwanzig ETFs bezeichnet. Einmal im Jahr zu Jahresende überprüfen wir, ob es Änderungsnotwendigkeiten gibt, z.B. weil die Wertentwicklungen der Angelassen im abgelaufenen Jahr sehr unterschiedlich war oder weil es neue gute Untersuchungen gibt, die eine bessere Bestimmung des Weltmarktportfolios erlauben oder weil es besser geeignete ETFs gibt als die, die wir bisher aufgenommen haben. Unterjährig werden normalerweise keine Portfolioänderungen von uns vorgenommen.

1.27. Portfolio-Zugang über ETF-Dachfonds, ETF-gebundene Versicherungen und andere Verpackungen

Aufgrund der gerade für Kleinanleger und Sparpläne recht hohen möglichen Implementierungskosten, kann sich eine „Verpackung“ für das Zielfortfolio lohnen. Das wird vor allem dann der Fall sein, wenn die Nutzung eines Risikotools gewünscht wird, welches relativ häufige Transaktionen mit sich bringen kann. Innerhalb einer „Verpackung“ können die Anforderungen an ein Risikotool in Bezug auf geringe Handelskosten gelockert werden, weil der Handel für mehrere Anleger gleichzeitig sehr viel kostengünstiger sein kann, als wenn jeder Anleger allein handelt.

Als Verpackungen bieten sich vor allem offene Investmentfonds (technisch sind das dann bei überwiegender ETF-Nutzung sogenannte Dachfonds) und ETF-gebundene Versicherungspolizen, oder Zertifikate bzw. strukturierte Produkte an. Für institutionelle Anleger haben zudem Schuldscheinverpackungen potenzielle Vorteile.

Die Verpackungen haben den Vorteil, dass – anders als bei der direkt vom Kunden bezahlten Beratung – typischerweise keine Umsatzsteuer auf die Vertriebsprovisionen bzw. auf die „Managementgebühren“ anfällt. Damit können die zusätzlichen Kosten für diese Verpackungen teilweise kompensiert werden. Außerdem wird die Beraterbezahlung einfacher, die dann aus der Verpackung heraus erfolgen kann. Zusätzliche Verträge der Berater mit ihren Kunden sind dann meist nicht mehr nötig.

1.28. Weitgehende Informationsgleichheit von Kunden, Beratern und Portfoliomanagern und “Test it Yourself”-Ansatz

Mit unserer hohen Transparenz wollen wir erreichen, dass Endkunden und Berater möglichst alle unsere Überlegungen und Schritte nachvollziehen können. Eine reine Do-It-Yourself Geldanlage ohne gute Berater ist aber schwierig, denn es sind viele teilweise komplexe Fragen zu beantworten und es gibt nicht immer standardisierte oder einfache Antworten dazu¹⁰⁸.

Wir möchten Endkunden und Beratern ermöglichen, auch unsere Simulationen bzw. Rückrechnungen nachzuvollziehen bzw. eigene solche Analysen durchzuführen. Wir verwenden deshalb vorzugsweise öffentlich kostenfrei zugängliche Tools und Daten zur Erstellung unserer Musterportfolios, die von Endkunden und Berater ebenfalls genutzt werden können. Damit unterstützen wir ein „Research Online, Purchase Offline“ (RoPo) Verhalten von Anlegern.

Diese Transparenz hat auch einen anderen Grund. Wir sind nicht allwissend und machen deshalb auch Fehler. Außerdem können wir nicht immer alle wissenschaftlichen Fortschritte oder guten Ideen aus der Praxis sofort kennen bzw. analysieren. Wir freuen uns deshalb, wenn wir auf Verbesserungsmöglichkeiten hingewiesen werden. Das geht am einfachsten, wenn eine möglichst hohe Transparenz über unsere Vorgehensweise herrscht.

Damit gehen wir weit über das hinaus, was klassische Portfolio- bzw. Assetmanager bieten. Oft ist es so, dass selbst innerhalb von Assetmanagement-Organisationen Geheimnisse um die Investment- bzw. Anlagemodelle der Portfoliomanager gemacht werden. Durch ansteigende interne Kontrollansprüche sollte es nicht mehr dazu kommen, dass interne Anlagemodelle grobe Fehler enthalten. Allerdings wird oft den wenigsten Kollegen der Portfoliomanager klar sein, wie

¹⁰⁸ siehe z.B. Abschnitt zur Rolle von Beratern 1.17

sensibel einzelne Modelle auf kleine Modell- oder Datenänderungen reagieren können. Durch komplette Transparenz können Modelle und Datenqualitäten von allen interessierten Personen hinterfragt werden.

Man kann auch selbst testen, wie prognoseabhängig standardisierte Allokationsverfahren sind¹⁰⁹. Das Vorgehen:

1. Man gibt seine besten aktuellen Prognosen für Renditen, Volatilitäten und Korrelationen für Aktien, Anleihen, Rohstoffe etc. ein. Auf dieser Basis erhält man eine „optimale“ Asset-Allokation.
2. Man variiert einzelne Prognosen, die man eingegeben hat, und kreiert damit ein anderes mehr oder weniger wahrscheinliches Szenario. So stellt man fest, dass schon aus kleinen Inputänderungen große Allokationsänderungen abgeleitet werden.

Im institutionellen Bereich wird teilweise sogar aufsichtsrechtlich verlangt, dass z.B. Altersversorger ihre künftigen Verbindlichkeiten mit Anlagen unterlegen. Die Schätzung der künftigen Verbindlichkeiten ist unter anderem abhängig von der demografischen (Sterbe-) Erwartung der zu Versorgenden und Zinsentwicklungen. Beides ist besonders für längere Zeiträume sehr schwer zu schätzen, obwohl man es bei durchschnittlichen Schätzungen viel einfacher hat als bei Einzelschätzungen.

Aber auch für Privatpersonen ist es schwierig, künftige Verbindlichkeiten abzuschätzen: Wie lange lebt man, was verdient man in der Zukunft, wann benötigt man welche Art von Pflege, welche Ausgaben hat man für seine Kinder etc.? Eine Berechnung der optimalen Anlage basierend auf Schätzungen für diese Parameter ist mathematisch zwar möglich, aber außerordentlich Annahme- bzw. Inputabhängig. Das gilt noch stärker, wenn man Prognosen für mehrere Perioden abgeben muss.

Wir sind sehr skeptisch in Bezug auf klassische stark inputabhängige Optimierungen und favorisieren robuste Portfolios, die in möglichst vielen Marktsituationen sicherstellen, dass die Verlustgrenzen von Anlegern nicht überschritten werden und mit denen trotzdem – auch über mehrere Perioden – die Mindestrenditeziele des jeweiligen Anlegers erreicht werden.

1.29. Umgang mit Trittbrettfahrern oder: Vertrauen, Ehrlichkeit und Weiterempfehlungen

¹⁰⁹ siehe www.portfoliovisualizer.com, vgl. [Kann institutionelles Investment Consulting digitalisiert werden? Beispiele. - Verantwortungsvolle \(ESG\) Geldanlage \(prof-soehnholz.com\)](#)

Wir wurden wiederholt gefragt, ob wir keine Angst vor sogenannten Trittbrettfahrern haben, also vor Anlegern, die unsere Musterportfolios nutzen, ohne uns dafür zu bezahlen. Schließlich sind unsere Portfolios möglichst einfach (weil robust) aufgesetzt, außerdem machen wir fast alles transparent. Dazu sind unsere Portfolios rechtlich kaum „schützbar“ z.B. durch Patente. Anleger könnten deshalb unsere Portfolios einfach und relativ risikolos in ihren Depots implementieren, ohne uns oder ihren Beratern eine Vergütung zu zahlen.

Dieses Risiko besteht natürlich, aber wir vertrauen auf die Ehrlichkeit der Anleger. Außerdem sind viele unsere Portfolios sehr speziell¹¹⁰ und können deshalb relativ einfach als von uns kommend erkannt werden. Unseres Wissens waren wir die ersten, die öffentlich reine ETF ESG Portfolios angeboten haben¹¹¹. Wir waren auch die ersten, die eine diversifizierte standardisierte ETF-Vermögensallokation auf Basis eines Weltmarktportfolios inklusive ca. 30% Infrastruktur-, Immobilien-, Rohstoff- und Private Equity-ETFs angeboten haben. Ähnliches gilt für mehrere der sehr konsequenten ESG Aktienportfolios.

Trittbrettfahrer können von Depotbanken bzw. Beratern relativ schnell an ESG-, Infrastruktur- und Private Equity ETFs in ihren Portfolios erkannt werden. Und unsere Aktienportfolios sind durch ihre vielen Ausschlüsse und hohen ESG-Anforderungen sehr speziell. Auch professionelle Vermögensverwalter bzw. Portfoliomanager könnten unsere Portfolios nachbauen. Aber die Kosten für unsere Portfolios sind relativ gering und das Reputationsrisiko eines nicht genehmigten Nachbaus unserer Portfolios ist für seriöse Marktteilnehmer sehr hoch.

Ehrliche „zahlende“ Kunden und Berater können uns am besten schützen, indem wir weiterempfohlen und bekannt gemacht werden. Wir würden uns freuen, wenn das kostenlose Kopieren unserer Portfolios nicht als sogenanntes Kavaliersdelikt behandelt wird. Und dabei geht es nicht nur um unsere Einnahmen. Wenn wir erfolgreich werden, was sich in den betreuten Vermögen/Assets aber auch durch unsere Einnahmen ausdrücken sollte, kann das Druck auf andere ausüben, ihre Transparenz zu erhöhen und ihre Kosten zu senken. Dann profitieren nicht nur unsere Anleger von den Vorteilen unserer Angebote, sondern indirekt auch Kunden anderer Anbieter. Wenn unsere Einnahmen steigen, können wir außerdem die Zahl unserer Portfolios ausbauen und Anlegern weitere Tools zur Verfügung stellen.

0,25% p.a. netto für uns heißt aber, dass wir nur ein Umsatz von EUR 250.000 erreichen, wenn wir EUR 100 Mio. Vermögen verwalten. Und wir müssten 10.000 typische Anleger mit je 10.000 EUR haben - das ist sehr viel für eine Online-Plattform in Deutschland - um auf den Umsatz von EUR 250.000 zu kommen.

¹¹⁰ in der Fachsprache: Wir haben Unique Selling Propositions oder USPs

¹¹¹ In Deutschland wurden solche Portfolios erst ab 2019 auch von anderen angeboten, sind inzwischen aber weit verbreitet. Ähnliches gilt für andere unserer Innovationen wie Themen ETF-Portfolios

Leider haben wir feststellen müssen, dass unser Vertrauen sich bisher nicht für uns honoriert hat. Bis Ende 2019 hatten wir nur sehr wenige zahlungsbereite Kunden. Gleichzeitig haben potenzielle professionelle Partner uns deutlich gemacht, dass sie nicht wünschen, dass unsere Portfolios weiter kostenlos öffentlich transparent gemacht werden. Wir haben uns deshalb entschlossen, unsere Transparenz ab 2020 etwas zu reduzieren und z.B. Wertpapierkennnummern und Gewichtungen von Bestandteilen unserer Portfolios nicht mehr öffentlich anzugeben. Außerdem werden wir künftig nicht mehr auf Registrierungen von Nutzern verzichten.

1.30. Entwicklung von ESG und SDG Portfolios auf Basis von Einzeltiteln

Produktangebote für Privatanleger im Asset-Management-Markt werden sich unserer Ansicht auch künftig in die folgenden Segmente aufteilen:

1. Klassische kapitalgewichtete Indexfonds mit Fokus auf einzelne Anlageklassen, überwiegend als börsennotierte ETFs ausgestaltet
2. Andere regelbasierte und prognosefreie Angebote mit Fokus auf einzelne Anlageklassen¹¹²
3. Quantitativ-prognosebasierte Fonds für einzelne aber auch mehrere Anlageklassen
4. Diskretionär gemanagte Fonds für einzelne aber auch mehrere Anlageklassen

In den Kategorien 1, 3 und 4 gibt es aus unserer Sicht bereits genügend Produkte zur Auswahl. Wir sehen eine Angebotslücke bei konzentrierten systematisch-prognosefreien Anlageklassenspezifischen Lösungen, speziell bei solchen mit einem strengen ESG-Fokus, denn viele (ESG-)Indexfonds haben den Nachteil, dass sie in Bezug auf eine ausreichende Diversifikation von ca. 15 bis 30 Wertpapieren typischerweise zu breit gestreut sind¹¹³. Um eine breite Streuung zu ermöglichen, werden typischerweise geringere (ESG) Anforderungen an Portfoliobestandteile gestellt. Für konzentriertere Portfolios können strengere Anforderungen umgesetzt werden. Vergleichbares gilt für SDG Portfolios.

¹¹² Dazu zählen z.B. auch Smart Beta ETFs

¹¹³ zur optimalen Diversifikation siehe z.B. Weber et al. 2015, S. 135-137

1.31. Selbstbeschränkung des Anlageuniversums auf Fonds und liquide Aktien und Anleihen

Wir haben uns sehr intensiv mit illiquiden Anlagen, Derivaten und strukturierten Produkten bzw. Zertifikaten beschäftigt und werden deren Einsatz für Musterportfolios auch weiterhin prüfen. Für unsere meist mittel- bis langfristig orientierten Anleger spielt Liquidität faktisch keine sehr wichtige Rolle. Aber eine hohe Liquidität der Anlagen gibt unseren Beratern und deren Kunden Sicherheit, da man die von uns vorgeschlagenen Portfolios bei Bedarf kurzfristig verkaufen kann, ohne mit erheblichen Illiquiditätsabschlägen rechnen zu müssen. Aber wir werden auch neue, und damit weniger liquide ETFs bzw. Fonds und einzelne Wertpapiere bzw. Investmentmöglichkeiten analysieren und gegebenenfalls zur Nutzung vorschlagen.

Einige Untersuchungen zeigen, dass z.B. neue bzw. kleine Fonds durchaus auch Vorteile gegenüber älteren und liquideren Produkten haben können. Argumente für festgestellte Renditevorteile jüngerer und kleinerer Fonds sind zum Beispiel der erhebliche Einfluss institutioneller Investoren auf große und liquide ETFs mit zumindest kurzfristig möglicherweise negativen Effekten. Außerdem können neue Fonds bzw. ETFs neue interessante Investmentideen grundsätzlich schnell und oft kostengünstig umsetzen.

Auch die Aufnahme von Derivaten (v.a. Futures und Optionen) und Zertifikaten schließen wir nicht grundsätzlich aus. So könnten Derivate vor allem im Risikomanagement z.B. für Währungsabsicherungen zum Einsatz kommen. Außerdem können bestimmte Marktsegmente z.B. einige Rohstoffanlagen nur mit Derivaten in Portfolios umgesetzt werden oder Derivate ermöglichen steuereffizientere Umsetzungen als direkte Investitionen und können sich so für Anleger rentieren. Außerdem haben Zertifikate Emittentenrisiken und sind nicht immer sehr transparent und werden deshalb, ebenso wie Derivate, bis auf weiteres nicht in unsere Musterportfolios aufgenommen. Außerdem ist ein Derivateinsatz in standardisierten Vermögensverwaltungen technisch manchmal schwierig umsetzbar.

1.32. Reporting und Monitoring von Musterportfolios

Ein Reporting auf der Ebene einzelner Kundendepots bieten wir nicht an, da wir die nötigen Depot-Informationen einzelner Kunden nicht haben wollen. Selbst wenn nur ein einziges Portfolio umgesetzt wird, können sich Anlegerdepots für dieses Portfolio vor allem nach Erstinvestment- und Rebalancierungszeitpunkten sowie unterschiedlichen Depotbankgebühren unterscheiden. Individuelles Reporting bekommen Anleger von ihrer Depotbank oder ihrem Berater.

Besonders bei Sparplänen auf ETF-Portfolios werden individuelle Umsetzungen vorherrschen: Je nach Höhe der Raten und aktueller Zusammensetzung des Depots sollten einzelne Raten

normalerweise nur in einen einzigen ETF investiert werden, um die Transaktionskosten gering zu halten. Dabei ist vor allem auch auf niedrige Umsetzungskosten zu achten. So ist es grundsätzlich sinnvoll, Sparraten bzw. Zusatzinvestments vor allem in den ETF zu tätigen, welcher die höchste negative Allokations-Abweichung vom Musterportfolio-Regel-Anteil hat (denn im Laufe der Zeit ändern sich Musterportfolio-Anteile durch Wertveränderungen der Musterportfolio-Bestandteile). Dieses Vorgehen sollte sich durch den antizyklischen Effekt positiv auf das Gesamtportfolio auswirken können. Allerdings führt das dazu, dass die Abweichung besonders von Sparplan-Individualportfolios vom Musterportfolio erheblich sein kann¹¹⁴.

Wir selbst liefern regelmäßig nur Informationen über unsere standardisierten Musterportfolios. Außerdem überwachen wir unsere Portfolios und nehmen bei Bedarf Änderungen vor, zum Beispiel wenn neue „besser geeignete“ ETFs an den Markt kommen.

1.33. Wissenschaftliche Basis

Wir versuchen, wissenschaftliche Forschungen, aber auch Research aus der Praxis zu verfolgen und – sofern sinnvoll – zu berücksichtigen¹¹⁵. Unsere Portfolios sind aber nicht direkt aus einer allgemein anerkannten wissenschaftlichen Theorie oder einem allgemein anerkannten Modell bzw. einer einzelnen Studie ableitbar.

Theorien und Modelle basieren auf Annahmen bzw. Hypothesen. Annahmen sind aus unserer Sicht aber nicht beweisbar, sondern allenfalls falsifizierbar. So kann man annehmen, alle Schwäne seien weiß. Man kann das aber nicht beweisen, denn es könnte ja einen nicht-weißen Schwan geben, den man nur noch nicht gefunden hat. Sobald ein solcher nicht-weißer Schwan auftaucht, ist die Annahme „alle Schwäne sind weiß“ falsifiziert.

Wir versuchen deshalb vor allem auch das zu berücksichtigen, was sich bisher als falsch herausgestellt hat. So nehmen wir nicht an, dass Staatsanleihen immer sicher sind oder Aktien immer höhere Renditen und Risiken mit sich bringen als Anleihen. Zudem versuchen wir, alle unsere Annahmen deutlich zu machen und damit kritisierbar zu sein, um letztendlich eine Verbesserung unserer Portfolios zu erreichen.

¹¹⁴ Es gibt jedoch zunehmend günstige ETF-Sparpläne bzw. „kostenlose“ Broker. Sparplaneffekte können auf www.portfoliovisualizer.com selbst getestet werden, vgl. Backtest Portfolio, dann Backtest Asset Allocation und der Cashflow-Funktion

¹¹⁵ Siehe dazu die Researchbeiträge auf www.prof-soehnholz.com

1.34. Risiken und Interessenkonflikte

In Verkaufsprospekten von Fonds findet man sehr viele Risikohinweise, die – zumindest soweit sie für offene Publikumsfonds gemacht werden - zum Teil auch für unsere Musterportfolios gelten. Da steht dann unter anderem sinngemäß: Wenn Aktienmärkte verlieren, können auch Aktienfonds verlieren.

Ein paar von den spezifischen Risikohinweisen können aber hilfreicher sein. Dazu gehören mögliche Interessenkonflikte. Dirk Söhnholz hat seit Ende 2015 privates Vermögen in Depots, die einigen der von uns entwickelten Musterportfolios folgen, langfristig angelegt, allerdings ohne aktiv zu handeln. Seit Ende 2021 ist sein Vermögen überwiegend im FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds angelegt. Daraus resultieren aber unseres Erachtens keine Interessenkonflikte, da für die Portfolios nur Informationen genutzt werden, die vorher auch unseren Anlegern zur Verfügung stehen.

1.35. Selbstkritik und kontinuierlicher Verbesserungsprozess

An unserem Vorgehen zur Allokation und Selektion kritisieren wir selbst die folgenden Punkte:

Unsere Musterportfolios sind annahmeabhängig: Beispiele von Annahmen, die wir nutzen: Wir nehmen nur Anlageklassen ins Portfolio, von denen wir annehmen, dass sie mittelfristig positive Renditen oberhalb der Inflationsrate bringen werden, deshalb nutzen wir ab 2015 keine kurzfristigen Staatsanleihen entwickelter Länder. Wir sind keine großen Anhänger von Leverage/Kreditaufnahmen, welche wir nicht für die Musterportfolios vorsehen, und sind skeptisch in Bezug auf viele Derivate und nehmen Derivate deshalb bis auf Weiteres nicht in Musterportfolios auf. Wir nutzen auch keine illiquiden Investments für unsere Musterportfolios.

Vergangenheitsdatenabhängig: Wir gehen bei der Bestimmung möglicher Verluste bisher überwiegend von den in der Vergangenheit beobachteten Verlusten aus. Es ist aber nicht auszuschließen, dass in der Zukunft höhere Verluste auftreten können als in der Vergangenheit.

Kapitalisierungsgewichtete Indizes als Basis der meisten ETFs in den Musterportfolios: Vereinfacht gesagt sind bei diesen Indizes die „teuren“ (in Bezug auf Kurs * Volumen ausstehender Aktien, nicht bezogen auf die „Bewertung“ des Kurses) Titel besonders hoch gewichtet bzw. bei Anleihen die Staaten/Unternehmen mit den höchsten Schulden besonders hoch gewichtet. Hinzu kommt, dass manchmal einzelne Branchen oder sogar einzelne Wertpapiere relativ hohe Anteile an Indizes haben können, wie japanische Aktien, Internet-Aktien, Finanzdienstleister oder Technologieaktien zu ihren jeweiligen Boomzeiten.

Überdiversifikation und breite ETF Nutzung: Unser Weltmarktportfolio Basis enthält bei fast 20 ETFs indirekt sehr viele Aktien und Anleihen. Das ist eine sehr starke Diversifikation im Vergleich zu den oft als ideal genannten 15-30 Wertpapieren, die für eine gute Diversifikation (allerdings meist bezogen auf einzelne Marktsegmente und nicht auf ein breites Weltmarktportfolio) ausreichen sollen. Die ETF-Anbieter sorgen aber in der Regel dafür, dass die ihren ETFs zugrunde liegenden Indizes effizient abgebildet werden. Wir nutzen – außer für unsere nachhaltigen Portfolios - auch sogenannte synthetische ETFs, die mit Derivaten arbeiten, aber auch solche, die Indizes nicht komplett, sondern nur repräsentativ abbilden und schließen auch keine ETFs aus, die mit Wertpapierleihe zusätzliche Einnahmen für Anleger generieren.

Fehlender Track Record einiger Musterportfolios bzw. einiger der genutzten ETFs: Unsere Portfolios haben einige der Vorteile vieler ETFs: Sie sind kostengünstig und sehr transparent auch in Bezug auf die Regeln, die stabil bzw. robust sind. Wir wollen außerdem auf kostenlose Tools hinweisen bzw. solche selbst zur Verfügung stellen, damit Berater und Anleger unsere Regeln überprüfen können. So können die Portfolios selbst nachgerechnet werden. Ein echter Track Record ist für unsere Portfolios deshalb nicht so wichtig wie für „aktiv“ gemanagte diskretionäre bzw. intransparente Fonds¹¹⁶.

Kontinuierlicher Verbesserungsprozess: Wir sind nicht allwissend und auch nur Menschen bzw. „kochen auch nur mit Wasser“ und machen auch Fehler. Außerdem können wir nicht immer alle wissenschaftlichen Fortschritte oder guten Ideen aus der Praxis sofort kennen. Aber wir wollen uns kontinuierlich verbessern. Typischerweise nehmen wir nur einmal im Jahr Änderungen an den Regeln bzw. Portfolios vor, bei denen neue Erkenntnisse umgesetzt werden.

1.36. Drei Startportfolios, Zusammenfassung und Abgrenzung zu anderen Ansätzen

Aus den bisher gemachten Überlegungen ergeben sich Ende 2015 drei Startportfolios:

- Weltmarktportfolio Basis mit 19 ETFs von 10 Anbietern und etwa 30% „alternativen“ Aktien-ETFs¹¹⁷

¹¹⁶ Interessant ist Dahm/Sorhage 2015 zu den „Diseconomies“ of Life von Publikumsfonds

¹¹⁷ Später umbenannt in Weltmarkt ETF-Portfolios Basis und ab 2023 aufgrund der 5% Minimum-Allokation nur noch mit 10 ETFs von 6 Anbietern

- Weltmarktportfolio 7 mit 7 ETFs von 5 Anbietern und ebenfalls 30% „alternativen“ Aktien-ETFs, ab 2017 umbenannt in Weltmarktportfolio S und Konzentration auf noch weniger ETFs¹¹⁸
- ESG ETF-Portfolio (ESG steht für Environment, Social, Governance) mit 5 ETFs eines Anbieters in 2016¹¹⁹.

Es gibt mehr Unterschiede zu anderen Investmentansätzen. Hier sind die aus unserer Sicht wichtigsten:

- „Andere“, vollkommen regelbasierte und transparente Investmentphilosophie
- Komplett prognosefrei
- Basis ist ein stark diversifiziertes Weltmarktportfolio inklusive Immobilien, Infrastruktur, Private Equity und Rohstoffen
- Fokus auf standardisierte ETF-Vermögensallokation bzw. ESG Aktien-Musterportfolios
- Fokus auf das Angebot verantwortungsvoller (ETF-)Portfolios
- Präferenz für einfache und robuste Regeln
- Beraterfokussiert (Business-to-Business Fokus und nicht Business-to-Consumer, wie es in der Fachsprache heißt)
- Small Data und Test-it-Yourself Ansatz

¹¹⁸ Später eingestellt, weil die Umsetzung des Weltmarktportfolios wesentlich günstiger und einfacher möglich wurde

¹¹⁹ 6 ETFs von zwei Anbietern ab Januar 2018 und 7 ETFs von drei Anbietern ab Januar 2019 sowie 8 ETFs von drei t.w. anderen Anbietern ab 2020 und 10 ETFs von 5 Anbietern ab 2022 und 7 ETFs von 5 Anbietern ab 2023

Mein B2B Konzept



1.37. Über uns

Dieses Konzept wurde von Dirk Söhnholz entwickelt¹²⁰. Er wird dabei vor allem in Bezug auf quantitative Analysen, die ETF- und Aktienselektion und die Gestaltung der Webpages von QAP Analytic Solutions unterstützt.

Bei wenigen Angestellten kann man sich fragen, wie Vertretungen bzw. Komplettausfälle von Mitarbeitern geregelt werden. In unserem Fall ist die Antwort einfach. Wir versuchen komplett regelbasiert zu arbeiten und möglichst viel davon zu dokumentieren, vorzugsweise öffentlich zugänglich. Unsere Aufgaben können im Krisenfall deshalb schnell und einfach von einem unserer Kooperationspartner übernommen werden. Wenn Anleger damit nicht zufrieden sind, können sie ihre Anlagen, die überwiegend sehr liquide sind, verkaufen.

¹²⁰ Lebenslauf und Publikations- sowie Vortragsverzeichnis s. www.prof-soehholz.com und Porträt siehe Feingold (2013)

Prof. Dr. Dirk Söhnholz



| | |
|-------------|--|
| 1963 | Hannover |
| 1983 - 1991 | Betriebswirtschaftslehre in Bayreuth, Mannheim, NY |
| 1991 - 1999 | Boston Consulting Group, Gerresheimer, TelePassport |
| 1999 - 2011 | Gründer/Geschäftsführer diverser Feri GmbHs |
| 2012 - 2015 | Geschäftsführer Veritas Investment GmbH |
| ab 2012 | Lehrbeauftragter (Asset Management) Uni Leipzig |
| ab 2014 | Blogger www.prof-soehnholz.com |
| ab 2016 | Gründer/Geschäftsf. Soehnholz ESG GmbH (Vollzeit) |
| ab 2020 | DWPT-Partner (Teilzeit) + Soehnholz Asset Management GmbH |



Publikationen



- [Evidence-based Investment Analysis](#), e-Seminar (D/E), DVFA-Finanzakademie
- [Das Soehnholz ESG und SDG Buch](#)
- Weitere vgl. www.prof-soehnholz.com



2. ETF- Portfolios: Assetallokation, Index- und ETF-Selektion

2.1. Asset Allokation des Weltmarktportfolios (Start 15.2.1016)

2.1.1. Einleitung: Assetklassen im Weltmarktportfolio

Die erste Aufgabe besteht in der Asset-Allokation und der Bestimmung der zu nutzenden Anlage- bzw. Assetklassen. Es gibt keine anerkannte Definition von Assetklassen. Die Abgrenzung von Assetklassen ist oft unklar¹²¹. Klare Bestimmungen von Anlageklassen zu Beginn einer Asset-Allokation sind deshalb sehr wichtig. Wir gehen von folgenden zu nutzenden Anlageklassen aus:

- Anleihen
- Aktien inklusive Private Equity
- Immobilien
- Rohstoffen
- Infrastrukturanlagen

In unserer strategischen Asset Allokation sollen die Anlageklassen so repräsentiert sein, wie sie aktuell weltweit in ihrer Gesamtheit bewertet/gehalten werden. Das wird als Weltmarktportfolio bezeichnet. Eine exakte Bestimmung des Weltmarktportfolios ist äußerst schwierig und nicht unser Anspruch. Wir orientieren uns bei unseren Schätzungen der Verteilungen von Assetklassen an aktuellen Untersuchungen zu dem Thema und ergänzen diese um eigene Überlegungen, die wir im Folgenden aufführen.

2.1.2. Alle Anlagesegmente sollen positive Renditen erzielen können: Kein „Cash“ im Weltmarktportfolio

„Cash“ (Bargeld und kurzfristige Einlagen) wird nur in wenigen der Arbeiten zum Thema Weltmarktportfolio thematisiert. Wenn es im Weltmarktportfolio ausgewiesen wird, hat es einen relativ geringen Anteil.¹²² „Cash“ wird typischerweise nicht zur Renditeerzielung genutzt, sondern

¹²¹ siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35

¹²² In einer Studie von AON Hewitt (AON Hewitt: Das Weltmarktportfolio: Konsequenzen für institutionelle Investoren, September 2014) sind Money Market/Cash Equivalents enthalten, die aber nur aus Geldmarktfonds-Anlagen bestehen.

zur Absicherung bzw. zur Finanzierung relativ kurzfristiger Ausgaben¹²³. Die persönlichen Gegebenheiten des Endanlegers spielen deshalb eine wichtige Rolle dafür, wie viel „Cash“ im Portfolio vorhanden ist. Für Anleger mit einem verhältnismäßig geringen Vermögen, ist ein Cash-Anteil von z.B. 5%, zu gering, um kurzfristige Engpässe oder finanzielle Notfälle zu überstehen. Für Anleger mit hohem Vermögen wären die 5% mehr als ausreichend. Eine prozentuale Aufteilung der Allokation, die im Weltmarktportfolio erforderlich ist, erlaubt nicht alle möglichen Endanleger mit ihrer individuellen Vermögenshöhe und ihren Lebensgegebenheiten gleichermaßen gut zu berücksichtigen.

Ein Weltmarktportfolio ohne Cashanteil entspricht unserem Ansatz der Kapitalanlage, nach dem das Weltmarktportfolio der Renditeerzielung dienen soll und die individuelle Kapitalanlage aus einer Kombination von Renditeanlagen und „Cash“ bestehen soll.

2.1.3. Anleihen im Weltmarktportfolio

Kredite, sofern sich diese auf den Bilanzen von Bank- bzw. anderen Finanzierungsinstituten befinden, werden nicht für das Weltmarktportfolio berücksichtigt. Die Existenz und Höhe dieser Kredite hängt von den Einlagen im Bankensystem ab. Auch solche Einlagen werden nicht explizit im Weltmarktportfolio berücksichtigt. Kredite, die nicht auf einer Bankbilanz sind, sondern bspw. über Fondsvehikel investierbar sind, stehen (End-) Anlegern als Investment zur Verfügung und sollten demnach auch in das Weltmarktportfolio einfließen.

Im Folgenden gehen wir auf einige Untersegmente von Anleihen ein und erläutern, warum sie explizit in unserem Weltmarktportfolio berücksichtigt werden oder warum nicht.

¹²³ Bei liquiden Portfolios wie unserem Weltmarktportfolio kann allerdings auch ein Teil des Renditeportfolios verkauft werden, um einen kurzfristigen Finanzierungsbedarf zu decken. Auf diesen Aspekt gehen wir aber nicht weiter ein.

2.1.4. Keine Asset-Backed Securities bzw. Pfandbriefe oder Covered Bonds im Weltmarktportfolio

Asset-Backed Securities, also forderungsbesicherte Wertpapiere, denen Sachwerte zur Besicherung dienen, werden im Weltmarktportfolio nicht explizit berücksichtigt. ABS werden als Derivate der bereits im Weltmarktportfolio gemessenen Assets und Assetklassen betrachtet (z.B. „normale“ Anleihen und im „Krisenfall“ Immobilien bzw. andere Assets), sind damit also indirekt im Weltmarktportfolio vertreten. So sollen Doppelzählungen vermieden werden.

Covered Bonds sind (über-)besicherte Unternehmensanleihen. Diese Form der Anlage, in Deutschland zumeist als Pfandbriefe angeboten, ist nicht weltweit in dem Maße verbreitet, wie es die Anleihe-Marktkapitalisierung des jeweiligen Landes intuitiv vermuten ließe. In Deutschland und in einigen anderen europäischen Ländern sind Covered Bonds beliebt, im Finanzmarkt etabliert und werden von breiten Anlegergruppen gehalten. In den USA hingegen ist der Anteil an Covered Bonds vernachlässigbar gering, so auch insgesamt im Weltmarktportfolio.

Pfandbriefe können zudem als Hybridform aus Staatsanleihen und Unternehmensanleihen betrachtet werden, denn sie werden ausschließlich von staatlich regulierten Pfandbriefbanken begeben. Die Rendite von Pfandbriefen liegt deshalb in der Regel auch nur leicht über der Rendite von Staatsanleihen.¹²⁴

Pfandbriefe sind also für uns Hybridformen aus Staats- und Unternehmensanleihen. Im Weltmarktportfolio werden sowohl Staatsanleihen als auch Unternehmensanleihen abgebildet, so dass effektiv implizit eine Abdeckung von Pfandbriefen (und Covered Bonds im Allgemeinen) gegeben ist. Dies stellt eine Vereinfachung dar, die wir u.a. aber auch auf Grund der relativ geringen Größe des Covered Bond-Universums im Verhältnis zum gesamten Anleihe- bzw. Public Debt-Bereich als gerechtfertigt ansehen.

2.1.5. Keine Kommunalanleihen im Weltmarktportfolio

Municipal Bonds (Kommunalanleihen) stellen einen signifikanten Teil des gesamten Anleihenmarktes in den USA dar (rund 10%). Dort sind diese Anleihen zumeist auf Bundes- und Staatsebene steuerfrei und liefern damit einen signifikanten Anreiz für ein Investment. Die

¹²⁴ Anders als bei Asset Backed-Securities findet neben einer (Über-) Sicherung durch Assets eine Vollhaftung durch die emittierende Bank (bei deutschen Pfandbriefen) statt. Deshalb können die Forderungen aus ausstehenden Pfandbriefen von den Sicherheiten (z.B. Immobilien) abweichen. Selbst bei einem hohen Wertverfall der Sicherheiten sollten die Pfandbriefbewertungen deshalb i.d.R. erhalten bleiben.

Anlageklasse ist bei Endanlegern beliebt, vor allem auch auf Grund der geringen jeweils benötigten Anlagesummen (Face Value oft nur 5.000 US-Dollar). Aktive Fonds und ETFs für dieses Segment sind ebenfalls verfügbar.

Municipal Bonds sind aber außerhalb der USA kaum verbreitet.¹²⁵ Für deutsche Endanleger stehen zudem keine ETFs zur Verfügung, die Municipal Bonds (der USA) abbilden. Auf eine Abbildung im Weltmarktportfolio wird deshalb verzichtet.

2.1.6. Keine High Yield Bonds im Weltmarktportfolio

Der Anteil von High Yield-Anleihen am Weltmarktportfolio ist je nach Messung zwischen 0,5% bis 2% und damit gering. Die Rendite-Risiko-Eigenschaften von High-Yields sind indirekt im Weltmarktportfolio durch die Kombination von Unternehmens- bzw. Staatsanleihen mit Aktien-Allokationen vertreten. Eine explizite Allokation in das High Yield-Segment wird deshalb im Weltmarktportfolio und seinen Ableitungen typischerweise nicht vorgenommen. Für reine Anleiheportfolios können Hochzinsanleihen aber einen relevanten Anteil erreichen und deshalb berücksichtigt werden. .

2.1.7. Private Equity im Weltmarktportfolio

Die Höhe der weltweiten Private Equity Anlagen ist besonders schwer zu bestimmen, da Private Equity nicht an Börsen notiert ist und – anders als bei Immobilien und Infrastruktur – oft nicht anderweitig meldepflichtig ist und damit entsprechende Informationen oft nicht öffentlich verfügbar sind. Selbst in großen Industrienationen gibt es oft nur geringe Transparenzpflichten für Personengesellschaften, kleine Unternehmen und nicht-gelistete Aktiengesellschaften. Man kann deshalb davon ausgehen, dass Private Equity tendenziell einen höheren Anteil im Anlageportfolio haben sollte als in einigen der bisher „gemessenen“ Weltmarktportfolios.

2.1.8. Small bzw. Mid-Caps im Weltmarktportfolio

¹²⁵ Das würde nicht gelten, wenn diese mit quasi-staatlichen Anleihen vergleichbar wären (z.B. KfW-Anleihen, Landesbank-Bonds, etc.)

Da für Private Equity nur wenige ETFs zur Verfügung stehen und diese auch konzeptionell nicht unumstritten sind¹²⁶, kann der Small bzw. Mid-Cap-Anteil am Weltmarktportfolio gegenüber einigen „gemessenen“ Allokationen erhöht werden, da Rendite- und Risikotreiber von Private Equity zu einem großen Teil durch eine vergleichbare Illiquiditätsprämie wie bei Small Caps erklärt werden können¹²⁷.

2.1.9. Rohstoffe im Weltmarktportfolio

Nur wenige Rohstoffe sind direkt an Börsen handelbar.¹²⁸ Weshalb einige Rohstoffe direkt oder über Derivate an Börsen gehandelt werden und andere nicht, hat die unterschiedlichsten Gründe, die von historischen Gegebenheiten, über Regulierung, Transportfähigkeit bis hin zu Monopolstrukturen reichen können. Es ist nicht zu erkennen, dass die Bedeutsamkeit eines Rohstoffs darüber entscheidet, ob ein (Börsen-) Handel stattfindet und damit die Möglichkeit der Bestimmung des aktuellen Preises/der Marktkapitalisierung des Rohstoffs vorhanden ist.

Wenn Rohstoffe durch Aktien oder ganze Aktiensegmente abgebildet werden, sollte die Abhängigkeit der jeweiligen Aktie/des jeweiligen Aktiensegments berücksichtigt werden. Öl ist typischerweise der am stärksten in Rohstoffindizes vertretene Rohstoff. Ölunternehmen kann man nach Upstream-, Midstream- und Downstream-Fokus sowie Integrated unterscheiden. Während Upstream-Unternehmen Profiteure steigender Ölpreise sind (und damit dem Asset bzw. Land-/Nutzungsrechten nahezu gleichgestellt sind), leiden Downstream-Unternehmen unter steigenden Inputpreisen. Um die Bewegung der Rohstoffe, in diesem Fall Energierohstoffe, bestmöglich abbilden zu können, sollte deshalb ein Index/ETF gewählt werden, der möglichst überwiegend sogenannte Upstream-Unternehmen umfasst. Weil wir keine Derivate nutzen und auch keine derivatebasierten Indizes, stehen uns nur Rohstoffaktienindizes zur Verfügung. Diese werden typischerweise in Energie-, Metall und nachwachsende bzw. Agrar-Rohstoffindizes unterteilt. Die Allokation zu diesen Segmenten kann unsere Mindestallokationsgrenzen (2,5% bis 2022, danach 5%) unterschreiten, so dass in manchen Portfolios nur einige bzw. sogar gar keine Rohstoffsegmente vertreten sein können.

¹²⁶ Listed Private Equity kann sehr heterogene Fonds, Dachfonds, Fondsmanagement- und Holdinggesellschaften umfassen

¹²⁷ Aufgrund der Einführung einer Minimum-Allokation von 5% sind Rohstoffe und Small Caps in 2023 nicht im Weltmarktportfolio vertreten

¹²⁸ In Doeswijk, Lam und Swinkels (Januar 2014) – „The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012“ spielen Rohstoffe z.B. keine Rolle

2.1.10. Immobilien im Weltmarktportfolio

Immobilien werden von Privatanlegern meistens direkt als Eigenheim oder zur Vermietung erworben. Institutionelle Anleger beteiligen sich ebenfalls direkt an Immobilien bzw. Immobilienprojekten, traditionell jedoch mit dem Schwerpunkt Büro, wenn auch oft zunächst vor allem in der Nähe des Firmensitzes bzw. im Heimatland.

Seit einigen Jahren werden Anlegern diversifizierte Immobilieninvestments in Form von Immobilienfonds, Real Estate Investment Trusts (REITs) und Immobilienaktien angeboten. Nur die beiden letztgenannten Alternativen sind liquide, sofern sie an Börsen gehandelt werden. Die beiden letztgenannten Alternativen stehen außerdem einfach für eine weltweite Diversifikation zur Verfügung. Für das Weltmarktportfolio werden deshalb nur Immobilienaktien- und REIT-ETFs berücksichtigt. Sogenannte Mortgage-REITS werden nicht berücksichtigt, weil sie keine Sachwerte repräsentieren und indirekt mit dem Segment Unternehmensanleihen abgedeckt werden.

2.1.11. Infrastruktur im Weltmarktportfolio

Anders als in den meisten uns bekannten Untersuchungen zur weltweiten privaten Kapitalanlage wird Infrastruktur als Anlageklasse ins Weltmarktportfolio aufgenommen. Bei Infrastruktur handelt es sich um eine sehr große Anlageklasse mit Charakteristika, die sich von anderen Anlageklassen, auch Immobilien und Anleihen, unterscheiden¹²⁹.

Infrastruktur taucht unseres Erachtens nur deshalb nicht auf, weil sie bisher überwiegend öffentlich finanziert wurde. Künftig wird sich das vor allem aus zwei Gründen ändern: Staaten verfügen durch hohe Staatsschulden über weniger Finanzierungsmöglichkeiten für Infrastruktur und private Anleger suchen nach attraktiven Anlagealternativen vor allem zu sicheren Anleihen. Infrastruktur wird als eine solche Anlagealternative gesehen. Infrastruktur wird (Groß-)Anlegern überwiegend über Projektfinanzierungen bzw. über geschlossene Fonds angeboten.

Auch für Infrastruktur erfolgt der Zugang im Weltmarktportfolio über international diversifizierte Aktien-ETFs, weil nur so eine ausreichende Diversifikation auch für relativ kleine Anlagesummen innerhalb der Anlageklasse gewährleistet werden kann.

¹²⁹ Siehe z.B. Norges Bank Investment Management 2013

2.1.12. Keine weiteren Anlagesegmente im Weltmarktportfolio

Weitere mögliche Anlagesegmente für das Weltmarktportfolio wären verbriefte Forderungen, wie z.B. Insurance-Linked Securities (u.a. Cat-Bonds). Das geringe Volumen dieser und anderer Alternatives-Anlagesegmente (<2,5% an der Weltkapitalanlage) und die fehlende Investmentmöglichkeit über ETFs führen dazu, dass diese bis auf Weiteres nicht berücksichtigt werden.

2.1.13. Zusammenfassung

Für unser Weltmarktportfolio orientieren wir uns vor allem an den Analysen von Doeswijk/Lam/Swinkels bzw. Gadzinski/Schuller/Vacchino. Wir berücksichtigen allerdings auch einige andere Untersuchungen¹³⁰.

Aufgrund der jeweils neuesten verfügbaren Studien mit Daten zu Jahresende 2016 und 2019¹³¹ wurden die Standardallokation der Portfolios leicht geändert. Dabei wurde die Zeitverzögerung zwischen Datenerhebungsende 2016 bzw. 2019 und Veröffentlichung der Daten zu Ende 2018 bzw. 2021 berücksichtigt. Dafür sind die unterjährigen Wertentwicklungen wichtig, aber auch angenommene Reallokationen besonders von institutionellen Anlegern. So kann man davon ausgehen, dass Großanleger ihre Portfolios jährlich auf ihre relativ stabilen strategischen Allokationen zurück balancieren. Das ist besonders in Jahren mit stark unterschiedlichen Performancenentwicklungen von Anlageklassen relevant. Für 2020 haben wir die Allokationen von 2019 fortgeschrieben, für 2021 und 2022 aber Anpassungen unter Berücksichtigung vergangener Performanceentwicklungen durchgeführt.

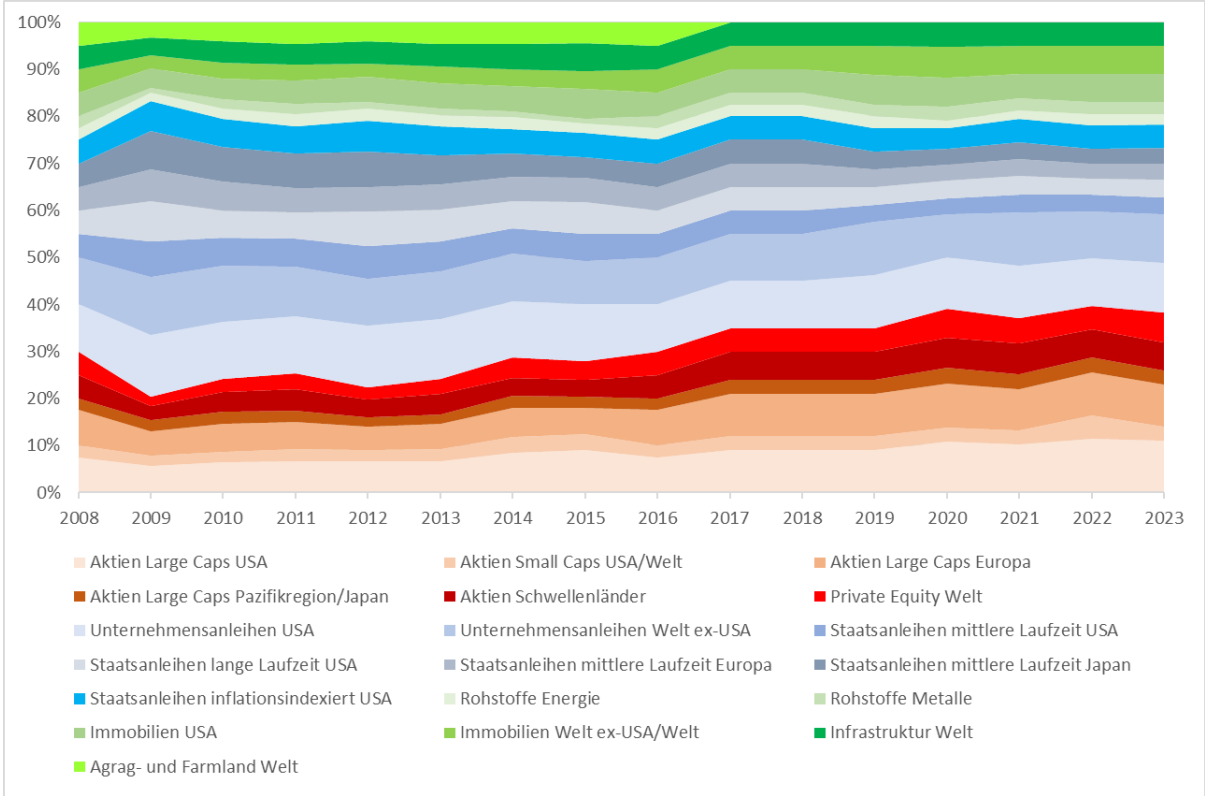
Unsere Allokationen zu Anfang 2019 spiegelte die gemessene Allokation zu Ende 2016 wider. Unsere Allokation zu Anfang 2020 repräsentiert damit das Jahresende 2016 plus die volle Performance der einzelnen (ETF) Marktsegmente in 2019, welche für die meisten Segmente sehr positiv war. Sofern keine aktuelleren relevanten Allokationsstudien veröffentlicht werden, werden künftig die Hälfte von performancebasierten Allokationsänderungen berücksichtigt. Die erste derartige Anpassung haben wir ab Ende Oktober 2020 und die zweite zu Anfang 2022 vorgenommen. So wurden in der Allokation für 2021 die hälftigen performanceabhängigen Veränderungen seit Ende der letzten Studienergebnisse 2016 berücksichtigt (Ergebnisse siehe

¹³⁰ S. Abschnitt 1.10., Erklärungen im Text bzw. Fußnoten sowie Literaturverzeichnis und aktueller Gadzinski/Schuller/Vacchino 2018 und 2021

¹³¹ Gadzinski/Schuller/Vacchino 2018 und 2021

Tabelle auf der Folgeseite). Dieser Änderung liegt die Annahme zugrunde, dass ca. 50% aller Anlagevolumina zu Jahresende auf die strategische Allokation zu Jahresanfang reallokiert werden und die andere Hälfte nicht rebalanciert wird. Für 2022 wurde ebenso vorgegangen.

Die größte Einschränkung bei der Umsetzung des unten aufgeführten Weltmarktportfolios ist, dass illiquide Positionen aufgrund unserer Liquiditätsanforderungen nicht adäquat umgesetzt werden können. Wir nutzen stattdessen ETFs, die Aktien aus den entsprechenden Anlagesegmenten enthalten. Für einige Segmente wie Private Equity sind jedoch nur wenige geeignete ETFs verfügbar. Insgesamt kommen wir so zu den in den in den folgenden Tabellen aufgeführten Allokationen¹³²:



¹³² Die Grafik zeigt für 2008 bis Ende 2015 unsere in 2017 hypothetisch zurückgerechneten Allokationsänderungen. Ab 2016 sind die Allokationen angegeben die in den Portfolios angewendet wurden.

| Anlagesegment | Diversifikator 2016 ¹³³ | Soehholz ESG 2021 | Soehholz ESG 2022 | Soehholz ESG 2023 |
|--|------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Staatsanleihen | 20% | 15% | 13% | 8% |
| Inflationsgeb. Anleihen | 5% | 5% | 5% | 6% |
| Unternehmensanleihen | 20% | 23% | 20% | 25% |
| Immobilien | 10% | 11% | 12% | 13% |
| Rohstoffe/Agrar-land/Forst (Reduktion ab 2017 wegen neuer Studien und 2023 wegen Mindestallokation <2,5%/Segment) | 10% | 4% | 5% | 0% |
| Infrastruktur (Erstallokation geschätzt) | 5% | 5% | 5% | 6% |
| Aktien inkl. Private Equity | 30% | 37% | 40% | 42% |
| | 100% | 100% | 100% | 100% |

2.1.14. Keine Währungsabsicherung im Weltmarktportfolio

Die uns vorliegenden externen Schätzungen des Weltmarktportfolios sind ausschließlich in US-Dollar denominated. Das bedeutet gleichzeitig, dass eine Verschiebung der gemessenen Allokationen zwischen den Anlageklassen durch eine Wechselkursbewegung der jeweiligen Währung gegenüber dem US-Dollar zustande kommen kann.¹³⁴ Alleine von März 2014 bis Frühjahr 2015 hat sich der Anteil der US-Assets am Weltmarktportfolio nur auf Grund der Wechselkursbewegungen um fast 10 Prozentpunkte erhöht.

¹³³ Vorläufer der Soehholz ESG GmbH

¹³⁴ Insbesondere wenn angenommen wird, dass diese nochmals geographisch unterteilt sind.

Ein Großteil der existierenden Studien zum Thema Währungsabsicherung kommt zu dem Schluss, dass eine Währungsabsicherung in einem langfristig orientierten diversifizierten Portfolio nicht zu empfehlen ist, da mit der Absicherung zum einen Kosten verbunden sind und zum anderen sich Währungsbewegungen über einen ausreichend langen Zeitraum oft ausgleichen.

Eine Absicherung wird oft nur für sogenannte Sicherheitsanlagen, also oft kurzlaufende Staatsanleihen, empfohlen. Das gilt für das unser Weltmarktportfoliokonzept nicht, denn Anleihe-segmente werden zur Renditeerzielung selektiert und „Cash“ soll als weitgehend risikolose Anlage beigemischt werden.

2.2. ETF Selektion für das Weltmarktportfolio

2.2.1. Indexselektion

Im Idealfall müsste der Assetklassen-Selektion eine Indexselektion folgen und erst in der dritten Stufe eine ETF-Selektion. Wir verzichten auf diese Stufe der Indexselektion, auch weil es mit über 3 Millionen zu viele potenzielle Indizes gibt¹³⁵.

Das geeignete ETF-Universum ist im Verhältnis zum Index-Universum zu klein, um eine detaillierte separate Index-Selektion zu rechtfertigen.

Ausgangsbasis der Strategischen Asset Allokation (SAA) ist das Weltmarktportfolio. Das oben detaillierte Weltmarktportfolio setzt sich aus den Marktkapitalisierungen aller Anlageklassen zusammen. Dadurch sind keine Prognose über zukünftige Renditen, Risiken oder Korrelationen erforderlich und es werden keine Optimierungen zur Portfoliozusammenstellung unternommen¹³⁶.

¹³⁵ [Insights - Index Industry Association](#)

¹³⁶ Man kann von uns so genannte Pseudo-Optimierungen einfach selbst umsetzen. Dazu gibt es unter www.portfoliovisualizer.com unter der Überschrift 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. Das Ergebnis der verschiedenen Optimierungen wird zudem stark durch Restriktionen bestimmt, die man für minimale und maximale Allokationen zu einzelnen Anlagesegmenten nutzt.

Das Weltmarktportfolio ist eine Allokation, die nach Marktkapitalisierung gewichtet ist. Zur Abbildung des Weltmarktportfolios werden deshalb möglichst Indizes und ETFs genutzt, die ebenso nach Marktkapitalisierung gewichtet sind. Es werden zudem grundsätzlich die Vehikel bevorzugt, die die jeweilige Anlageklasse möglichst breit abbilden¹³⁷.

Da die Abbildung des Weltmarktportfolios ausschließlich mit liquiden Instrumenten wie ETFs (und ggf. anderen Fonds) erfolgen soll, werden einige Anlageklassen, die nicht liquide sind, mit liquiden Instrumenten umgesetzt, die den illiquiden Anlagen möglichst ähnlich sein sollen. Bei der Selektion der Einzel-ETFs wird dabei auf besonders geringe Branchen- bzw. Positionsüberschneidungen mit bereits im Weltmarktportfolio vorhandenen ETFs (insbesondere also allgemeinen Aktien-ETFs) geachtet. Es wird also nicht versucht, die illiquide Anlageklasse möglichst breit diversifiziert abzudecken, was dazu führen kann, dass einzelne illiquide Marktsegmente gar nicht im liquiden Weltmarktportfolio, das mit ETFs abgebildet wird, vertreten sind.

Außerdem sollen die Portfolios mit einer begrenzten Zahl von idealerweise maximal 20 ETFs umgesetzt werden können, um den Zeitaufwand für Implementierungen und Umschichtungen zu begrenzen.

2.2.2. Vorgehen bei der ETF-Selektion und Änderungen für 2023

Vorgehen bei der ETF-Selektion für 2023

Im ersten Schritt wird eine Liste aller ETFs erstellt, die UCITS sind, zum Vertrieb in Deutschland zugelassen und steuertransparent sind, sowie in EUR an einer deutschen Börse¹³⁸ handelbar sind. Jedem Anlagesegment, das Bestandteil eines Portfolios werden kann¹³⁹, werden ETFs zugeordnet. Die Zuordnung richtet sich nach den Indizes, die die ETFs nachbilden. Die Zuordnung unterscheidet 3 Gruppen von ETFs: Traditionelle Portfolios, diversifizierte nachhaltige Portfolios und SDG-kompatible ETF-Portfolios:

- 1) Beim Weltmarkt ETF-Portfolio Basis und dem Alternatives ETF-Portfolio, d.h. den beiden einzigen nicht-nachhaltigen Portfolios, wird nur ein Index je Anlagesegment ausgewählt nach den folgenden Kriterien:

¹³⁷ Für verantwortungsvolle ETF Portfolios dagegen werden ETFs auf Basis besonders „strenger“ Indizes selektiert, also Indizes mit weniger Bestandteilen vorgezogen

¹³⁸ Nur Frankfurt, Stuttgart, München werden berücksichtigt

¹³⁹ Für diversifizierte ETF-Portfolios werden Anlagesegmente des Weltmarktportfolios, die mindestens 5% Allokation erreichen, berücksichtigt. Für SDG ETFs erfolgt die Zuordnung anhand von verfügbaren unterschiedlichen Themen/Marktsegmenten „Bottom-Up“.

- a. Bei Abbildungen von typischen direkt börsengehandelten Anlagesegmenten¹⁴⁰ wird der Index ausgewählt,
 - i. mit der möglichst höchsten Diversifikation (maßgeblich Anzahl der Titel) innerhalb eines möglichst homogenen Anlagesegmentes,
 - ii. dessen Gewichtung, die der Gewichtung im Weltmarktportfolio entspricht oder nahekommt (Marktkapitalisierung)
 - iii. und der am besten die Marktkapitalisierung innerhalb der eigenen und gegenüber anderen Anlagesegmenten repräsentiert.¹⁴¹
- b. Bei Abbildung von typischerweise illiquiden Anlagen¹⁴² wird der Index ausgewählt,
 - i. der eine möglichst genaue und konzentrierte Abbildung der Allokation darstellt
 - ii. und eine möglichst geringe Überschneidung mit den im Portfolio vertretenen liquiden Anlagesegmenten aufweist.
- c. Gibt es mehrere ETFs, die den selektierten Index zur Grundlage haben, wird der ETF nach den folgenden Kriterien in dieser Reihenfolge ausgewählt:
 - i. Synthetische Umsetzung des ETFs bevorzugt gegenüber physischer
 - ii. Thesaurierende ETFs/Anteilsklassen werden ausschüttenden bevorzugt
 - iii. Eine niedrigere Kostenquote (TER) ist bevorzugt¹⁴³

¹⁴⁰ Aktien und Anleihen

¹⁴¹ Hiermit ist gemeint, dass die Marktkapitalisierungen innerhalb der Anlagesegmente und zu allen anderen Anlagesegmenten eingehalten werden sollten. Das ist relevant, wenn es Überschneidung von Bestandteilen bei ETFs innerhalb einer Anlageklasse gibt (z.B. S&P 500 und Russell 1000) und wenn von Marktkapitalisierungsgewichtungen abgewichen wird.

¹⁴² Immobilien, Infrastruktur, Private Equity, Forst- und Agrarland

¹⁴³ In einem institutionellen oder „perfekten“ Setup, bei dem alle ETF-Handelswege, Market Maker und Börsen zur Verfügung stehen, würde ein Kostenvergleich nicht nur die TER umfassen, sondern die impliziten Kosten des Handels, so dass ein Ranking anhand der tatsächlichen Kosten erfolgen kann, die mit dem Kauf, Halten und Verkauf einhergehen. Bei Endanlegern spielt dieser Kostenvergleich keine Rolle, da die Einschränkungen durch den Abwicklungsweg (Depotbank, Börsen, meist kein Zugang zum Direkthandel/Market Maker) und auf Grund fehlender alternativer Umsetzungen (z.B. über Direktkauf der Underlyings oder alternative Vehikel zu ETFs) derart groß sind, dass ein Kostenvergleich, der diese Einschränkungen nicht berücksichtigt, zu keiner brauchbaren Handlungsempfehlung führen kann. Deshalb wird von einem NAV-Handel ausgegangen, da dieser die neutralste Form des Pricings darstellt. Auf dieser Basis kann nur der TER als Kostenbestandteil zum Vergleich herangezogen werden. Implizit wird damit angenommen, dass alle Anbieter den entsprechend gleichen unterliegenden Index - nach Berücksichtigung von Unterschieden bei der Replikation - gleich gut abbilden können. Diese Annahme wird getroffen, da die Abweichung zum Index (Tracking Error und Differenz) im Ermessen des jeweiligen Emittenten liegt bzw. im Zeitablauf schwankt. Vertriebspolitische Gründe, eine Verbesserung des technischen Setups, bilanzielle Eigenheiten des Emittenten und weitere Faktoren können hierauf einwirken. Ein Fortschreiben einer vergangenen Performance des jeweiligen ETFs zum Index und zur Konkurrenz ist daher keine optimale Vorgehensweise, um ETFs in eine Rangfolge zu bringen zu stellen, so dass hierauf verzichtet wird.

- 2) Allen Ziel-Anlagesegmenten der ESG ETF-Portfolios werden jeweils alle Indizes zugeordnet, die man zum jeweiligen Anlagesegment zählen kann, unabhängig von der Gewichtungsmethodik, Faktorabhängigkeiten oder ähnlichen Merkmalen. Aus dieser Liste werden alle Indizes eliminiert, deren Best-in-Universe E-, S-, oder G-Score des primären Ratinganbieters kleiner als 50 ist¹⁴⁴. Die verbleibenden Indizes werden in eine Rangfolge gebracht. Der Index mit dem höchsten Mittelwert aus E-, S- und G-Score steht oben. Sollte mehrere Indizes gleiche Mittelwert-Scores haben, wird als zweites Kriterium der höchste Minimum-Wert der einzelnen E-, S- und G-Scores angewendet.

Der oberste Index der Liste, zu dem es einen ETF gibt, der alle folgenden Kriterien erfüllt, wird selektiert:

- a) Physisch replizierend
- b) Nach Artikel 9 der Offenlegungsverordnung (SFDR) zulässig¹⁴⁵
- c) Währungsgesicherte ETFs werden nicht berücksichtigt. Ausnahme sind die Sicherheitsportfolios (aktuell nur ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)), für die nur EUR ETFs (für Fremdwährungsanlagen gehedget) zugelassen sind.
- d) Für Sicherheitsportfolios muss der jeweilige ETF eine Risikoklasse (SRRI) von 3 oder niedriger aufweisen.
- e) Gibt es mehrere ETFs, die den selektierten Index zur Grundlage haben, wird der ETF nach den folgenden Kriterien in dieser Reihenfolge ausgewählt:
 - i. Thesaurierend bevorzugt vor ausschüttend, mit Ausnahme von Sicherheits- und Income-Portfolios, für die ausschüttende ETFs bevorzugt werden
 - ii. Niedrigere Kostenquote (TER)

Findet sich kein Index/ETF bei einem Anlagesegment, wird geprüft, ob dieses mit einem anderen Segment zusammengelegt werden kann¹⁴⁶. Entfällt ein Anlagesegment, weil es keinen Index/ETF gibt, der alle Kriterien erfüllt und kann es mit keinem Anlagesegment zusammengelegt werden, wird die Allokation pro Rata auf die anderen Anlagesegmente aufgeteilt.

- 3) Für SDG ETF-Portfolios, deren Allokationen, anders als die beiden vorherigen Kategorien, sich nicht aus der Weltmarktkapitalisierung ableiten, sondern gleichgewichtet sind, erfolgt

¹⁴⁴ Ausnahme sind nur Indizes für Anleihen multilateraler Entwicklungsbanken, weil es für diese keine Indizes mit entsprechenden BiU Mindestwerten gibt.

¹⁴⁵ Stand für die Startselektion für 2023 ist die Klassifikation durch die jeweiligen Anbieter zum 31.10.2022.

¹⁴⁶ Z.B. Immobilien Europa und Immobilien USA werden zu Immobilien Welt.

die Selektion Bottom-Up. Es werden nur Indizes berücksichtigt, die möglichst vereinbar mit den Nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (UN SDG) erscheinen. Diese Indizes werden je Anlagesegment in eine Liste gebracht (Anlagesegmente entstehen so Bottom-Up).

Wie unter 2) werden alle Indizes aus der Liste eines Anlagesegments eliminiert, deren Best-in-Universe E-, S-, oder G-Score des primären Ratinganbieters kleiner als 50 ist. Ebenfalls wie unter 2) werden die verbleibenden Indizes in eine Rangfolge gebracht. Der Index mit dem höchsten Mittelwert aus E-, S- und G-Score steht oben. Sollte mehrere Indizes gleiche Mittelwert-Scores haben, wird als zweites Kriterium der höchste Minimum-Wert der einzelnen E-, S- und G-Scores angewendet.

Ein Anlagesegment wird nur bestückt (andernfalls weggelassen), wenn folgende Kriterien für den ETF, der den Index abbildet, erfüllt sind:

- a) Physisch replizierend
- b) Nach Artikel 9 der Offenlegungsverordnung (SFDR) zulässig
- c) Das SDG-Rating der primären Ratinganbieters muss mindestens 40 betragen
- d) Die durchschnittliche Marktkapitalisierung der im ETF enthaltenen Titel muss 15 Mrd. EUR unterschreiten
- e) Die größte Allokation zu einem Land, das sich nicht innerhalb der Top 40% nach Rule of Law (siehe Aktienregeln) befindet, darf 5% im ETF nicht überschreiten.
- f) Gibt es mehrere ETFs, die den selektierten Index zur Grundlage haben, wird der ETF nach den folgenden Kriterien in dieser Reihenfolge ausgewählt:
 - i. Thesaurierend bevorzugt vor ausschüttend
 - ii. Niedrigere Kostenquote (TER)

Für alle so selektierten SDG-aligned ETFs wird nach Überschneidungen bei den Top 5 Positionen gesucht. Wird mehr als eine Überschneidung zwischen 2 ETFs festgestellt, wird nach ETFs derselben Anlagesegmente gesucht, die weniger als zwei Überschneidungen aufweisen. Findet sich mehr als ein solcher ETF, wird der ETF mit dem besseren ESG-Rating selektiert. Findet sich kein ETF mit weniger als zwei Überschneidungen, wird der ETF mit dem besseren ESG-Rating selektiert und das andere Anlagesegment entfällt.

ETF-Selektionsänderungen für 2023

Ab 2023 sollen nur noch ETFs in den nachhaltigen Portfolios vertreten sein, die zum Selektionszeitpunkt von ihren Anbietern nach Artikel 9 der Offenlegungsverordnung (SFDR) klassifiziert werden¹⁴⁷.

Für die ETF-Selektion für 2022 haben erstmals das Nachhaltigkeitsfondsrating von Clarity.ai genutzt. Der Hauptvorteil ist, dass wir damit auch für ETFs grundsätzlich einzeltitelbasierte separaten Umwelt-, Sozial- und Governanceratings nutzen können. Außerdem sind wir nicht mehr auf die nicht immer eindeutigen Nachhaltigkeitsklassifikationen von ETF-Anbietern angewiesen und können auch ETFs berücksichtigen, die von der Bezeichnung her nicht als nachhaltig gekennzeichnet sind. Der Nachteil in 2022 war, dass wir nur ein Best-in-Class Rating nutzen können und nicht den von uns vorgezogenen Best-in-Universe Absatz¹⁴⁸. Für 2023 können steht auch ein Best-In-Universe Rating zur Verfügung. Dabei nehmen wir für nicht-vorhandene Daten eine Raterfüllung von 25% an, also besser als 0 (kein Reporting) und schlechter als 50 (Branchenstandard). Ein Nachteil unseres ESG-Rating-basierten Ansatzes ist, dass wir aktivitätsbasierte Ausschlüsse nicht mit vertretbarem Aufwand für die ETF-Selektion berücksichtigen können. Allerdings werden durch die ausschließliche Nutzung von Artikel 9 ETFs indirekt gewisse anbieterabhängige Mindestanforderungen in Bezug auf Ausschlüsse berücksichtigt.

Ab Januar 2023 sind nur noch ETFs für die Nachhaltigkeitsportfolios zugelassen, bei denen das E, S und G Best-in-Universe Rating zum Selektionszeitpunkt bei mindestens 50 liegt. Grundsätzlich wird der ETF mit dem höchsten E, S oder G Durchschnittsrating (ab 2023) selektiert.

Portfolioabhängig sollen zusätzlich weitere Kriterien erfüllt werden wie Währungsmanagement und Ausschüttungsart. Sofern mehrere ETFs alle hier aufgeführten Kriterien in gleichem Maße erfüllen, wird der ETF mit der niedrigsten Total Expense Ratio (TER) selektiert. Die detaillierten Regeln für die Portfolios finden sich in Kapitel 2.2.2..

¹⁴⁷ Da sich diese Klassifizierungen im Laufe der Zeit ändern können, sind nicht alle nachhaltigen ETF-Modellportfolios jederzeit zu 100% kompatibel mit dem Artikel 9 SFDR. Für Geschäftspartner bieten wir eine laufenden Überwachung und Ersatzvorschläge an.

¹⁴⁸ Beim Best-in-Class Ansatz werden Unternehmen innerhalb von Klassen geratet, wie traditioneller Energie. Beim Best-in-Universeansatz werden alle Unternehmen klassenübergreifend miteinander verglichen

ETF Selektionskriterien

| Selektionskriterien | WMP/Alternatives | ESG/SDG |
|-------------------------------|---|--|
| Mindestanforderungen | Vertriebszulassung und Xetra-Listing | Vertriebszulassung und Xetra-Listing |
| ETF-Fokus | Breiter (WMP)/Enger (Alts) Segmentfokus | ESG breiter, SDG enger Segmentfokus |
| Replikationspräferenz | Synthetisch | Physisch |
| Strukturpräferenz | Thesaurierend | Thesaurierend (nicht: Incomeportfolio) |
| Total Expense Ratio | Niedrig | Niedrig |
| Staatsanleihespezifika | Restlaufzeit ideal > 3 Jahre | Multinationale Entwicklungsbanken statt Staatsanleihen |

Vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch va. Kapitel 2.3.2.



2.2.3. Annahmen, Adjustierungen, Sonderfälle und Abweichungen

2.2.3.1. Rohstoff-ETFs

Rohstoffe werden nicht direkt im Weltmarktportfolio implementiert, da diese physisch und damit nicht liquide abzubilden wären. Auf eine Abbildung mit Futurekontrakten bzw. mit Vehikeln, die Futurekontrakte zur Grundlage haben, wird ebenso verzichtet, da sogenannte Rolleffekte die Rendite von Rohstoffen verzerren können. Deshalb werden zur Umsetzung Aktien-ETFs genutzt, die die Rendite der Anlageklasse Rohstoffe möglichst gut abbilden sollen. Rohstoffaktien-ETFs werden typischerweise in Energie-, Metall und nachwachsende bzw. Agrar-Rohstoffindizes unterteilt. Die Allokation zu diesen Segmenten kann unsere Mindestallokationsgrenzen (2,5% bis 2022, danach 5%) unterschreiten, so dass in manchen Portfolios nur einige bzw. sogar gar keine Rohstoffsegmente vertreten sein können.

Für Energierohstoffe werden ETFs verwendet, die Aktien von Unternehmen enthalten, deren Geschäftsmodell eine positive Abhängigkeit Energie- bzw. Ölpreisen haben. Analog zum Energiesegment wird der Rohstoffbereich Metalle oder allgemeine Grundstoffe über Aktien-ETFs abgebildet, die Unternehmen enthalten, die eine positive Abhängigkeit von der Preisentwicklung von Grundstoffen haben.

2.2.3.2. Private Equity-ETFs

Der Private Equity-Anteil im Portfolio soll – wie alle Allokationen – durch ein Investmentvehikel abgebildet werden, das am ehesten der Anlageklasse im Weltmarktportfolio ähnelt. Bei Private Equity ist zwischen Managern der Anlageklasse und börsengelisteden geschlossenen Private Equity Fonds zu unterscheiden.

Die Aktien einiger Private-Equity Manager¹⁴⁹ sind börsengelisted. Bei diesen ist zwar einer der Hauptrenditetreiber mittel- bis langfristig die Entwicklung der Investments, da über den Carried Interest¹⁵⁰ partizipiert wird, aber operationelle Risiken des Managers, eine fortlaufende Management-Fee etc. können zu Abweichungen zur Rendite des Anlagesegementes führen.

In unserem Weltmarktportfolio wird Private Equity deshalb in reduzierter Form abgebildet, da die einzigen Private Equity-ETFs, die für deutsche Endanleger verfügbar sind, überwiegend Private Equity-Manager bzw. Sponsoren abbilden und nicht die eigentlichen Private Equity-Investments. Zum Ausgleich wird der Anteil von Small Cap-ETFs erhöht, um den in Private Equity-Investments enthaltenen Small Cap-Faktor (Illiquiditätsprämie) abzubilden.

2.2.3.3. Agrarland-ETFs

Eine Abbildung von Land bzw. Agrarland war Ende 2015 noch nicht über einen ETF möglich. Ab Ende 2016 wurde ein ETF eingesetzt, der Aktien von Unternehmen enthält, deren Wertentwicklung von der Wertentwicklung von Agrarland – fast ausschließlich indirekt und mittelbar – abhängen. Der unterliegende Index setzt sich aus Unternehmen zusammen, die Eigentümer bzw. Pächter von Agrarland sind aber auch von solchen, die Saatgut, Chemikalien und Düngemittel herstellen oder Landmaschinen anbieten.

¹⁴⁹ Oder Sponsor genannt

¹⁵⁰ Erfolgsabhängige Vergütung für die Managementgesellschaft

Aufgrund aktualisierter Schätzungen des Weltkapitalstocks ist dieses Anlagesegment ab 2017 nicht mehr in den Weltmarktportfolios vertreten, weil es unter die kritische Grenze von 2,5% gefallen ist.¹⁵¹ Im Alternatives ETF-Portfolio wird das Segment jedoch weiterhin berücksichtigt, da der Anteil an Alternatives erheblich über 2,5% liegt.

2.2.3.4. Allgemeine Vorbemerkung zu den Rückrechnungen

Alle Portfolios der Soehholz ESG GmbH sind systematisch-prognosefreie Strategien. Optimierungen der Asset Allokation und der Portfolios insgesamt wurden nicht vorgenommen. Es bedurfte deshalb keiner Backtests oder gar (Pseudo-)Optimierungen, um die Portfolios zu erstellen.

Um dennoch Interessenten die Möglichkeit zu geben, eine Einschätzung über die hypothetische Entwicklung der Portfolios in der Vergangenheit vorzunehmen, werden nachfolgend Kennzahlen und Grafiken aus einfachen einmaligen Rückrechnungen für die Portfolios ausgewiesen.

Dabei sind einige Annahmen getroffen und Vereinfachungen vorgenommen worden, die die generelle Aussagekraft aber kaum beeinträchtigen sollten. Insbesondere die Abhängigkeiten, z.B. gemessen an den Korrelationen, sollten einen Hinweis liefern, von welchen Faktoren, welches Portfolio abhängig oder weitgehend unabhängig ist.

Die Rückrechnungen starten wir in der Regel mit dem Finanzkrisenjahr 2008, weil wir transparent machen wollen, wie sich unsere Portfolios in einem solchen Umfeld verhalten hätten. Für Portfolios mit Trendfolgenutzung mussten auch Rückrechnungen für 2007 erfolgen, um festzustellen, wann es in 2008 Signale gegeben hätte.

Grundsätzlich sollen die Rückrechnungen und die daraus resultierenden Kennzahlen für einen möglichst langen Zeitraum erfolgen. Dem entgegen steht die Verfügbarkeit von Daten. Für die Rückrechnungen sollten die Zeitreihen der Instrumente genutzt werden, die auch in den Portfolios als Live-Positionen enthalten sind. Dabei handelt es bei den aktuellen Portfolios ausschließlich um europäische ETFs (UCITS). Einige der genutzten ETFs waren im Jahr 2008 noch nicht aufgelegt. Diese werden in der Rückrechnung durch andere ETFs auf denselben Index oder auf einen ähnlichen Index ersetzt. Sofern solche Ersatz-ETFs nicht verfügbar waren, wurde auf andere sogenannte Proxy-Zeitreihen zurückgegriffen, die die entsprechenden Allokationen annäherungsweise repräsentieren¹⁵².

Die Asset Allokationen zu Beginn der Rückrechnungen entsprechen denen, die für den jeweiligen Live-Start der Portfolios festgelegt wurden, wenn keine Rebalancierung angegeben ist. Ansonsten

¹⁵¹ Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016

¹⁵² Dafür wurden die den ETFs zugrunde liegenden indizes genutzt

erfolgten Rebalancierungen für die Rückrechnungen jeweils zum Jahresende. Das Enddatum der Rückrechnungen entspricht dem Startzeitpunkt des jeweiligen Live-Portfolios. Der Endzeitpunkt für Risikoklassen- (nach KIID-Methode) und Korrelationsberechnungen für Portfolios mit Auflagedatum in 2016 ist der 31.12.2015.

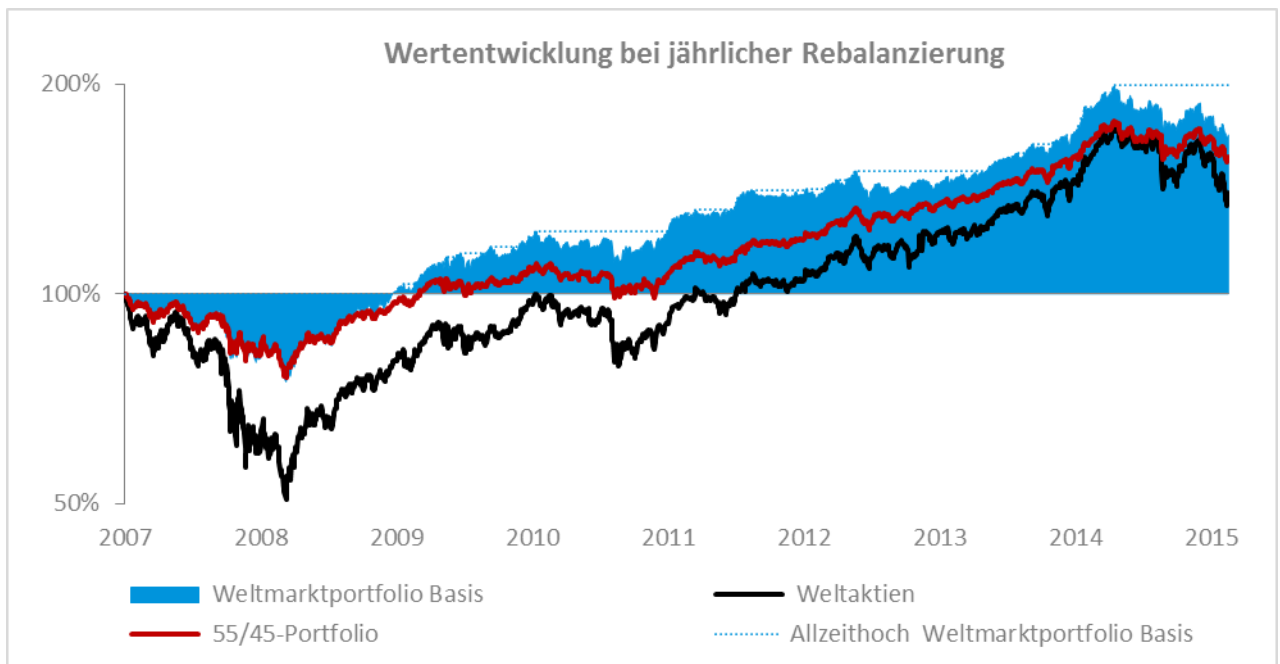
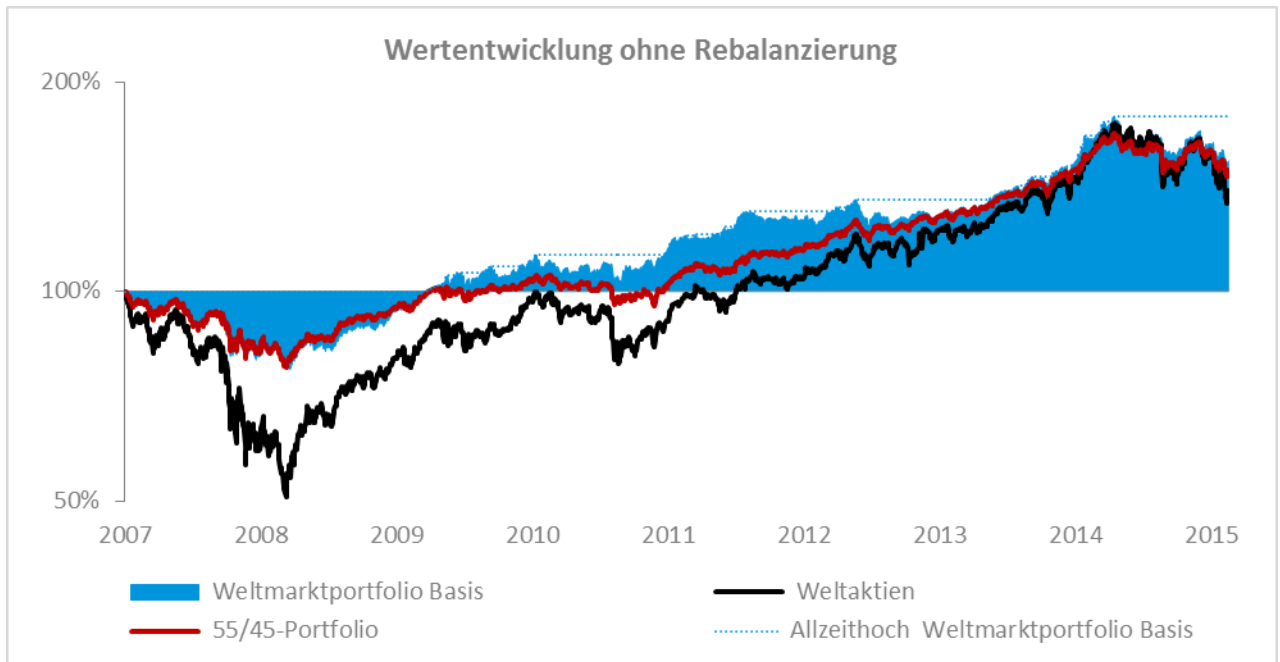
Zum Vergleich werden ein Weltaktien-ETF sowie bis November 2020¹⁵³ auch ein Portfolio aus einem Anleihen- und einem Aktien-ETF dargestellt. Wenn das jeweilige Portfolio keine Anleihen-Allokation erhält oder diese dem Verhältnis 60% Aktien und 40% Anleihen entspricht, wird auch das Vergleichsportfolio in dem Verhältnis dargestellt. Zur Vereinfachung wird der Anleihen-Anteil für den Vergleich nur durch europäische Anleihen abgebildet.

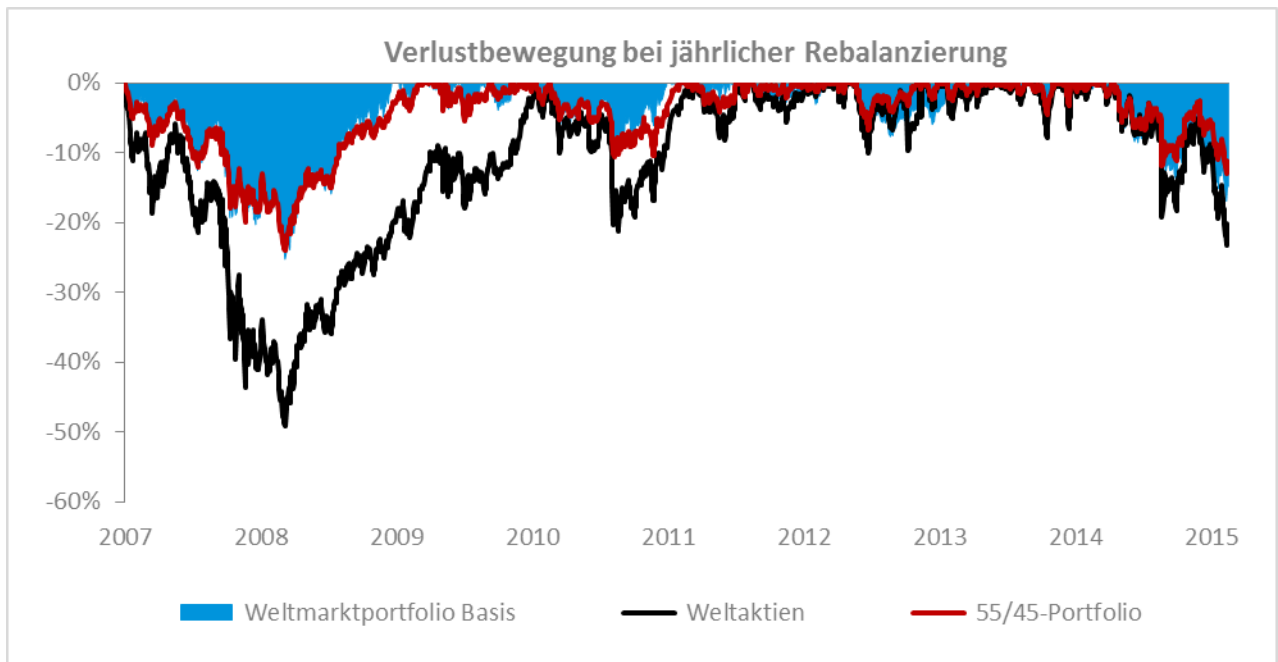
2.2.3.5. Rückrechnung des Weltmarktportfolio Basis

Das Weltmarktportfolio Basis bestand zum Start aus 19 Anlagesegmenten, die jeweils mit einem ETF abgebildet werden¹⁵⁴. Die Portfolioregeln wurden Ende 2015 festgelegt. Startzeitpunkt für die tagesaktuelle Berechnung des Portfolios war der 15.02.2016. Aufgrund von Verzögerungen bei der Gründung der Diversifikator GmbH, dem Vorläufer der Soehnholz ESG GmbH, wurde das Portfolio jedoch erst im März 2016 online gestellt. Die Tageszeitreihen aller Portfolios finden sich auf www.soehnholzesg.com unter Rückrechnungen/Risiken im „Excel-Download: Historische Zeitreihen der Portfolios“.

¹⁵³ Eingestellt, weil Anleihen lange Jahre kaum positive Rendite erwarten ließen und eine 50/50 Aktien/Anleihenallokationsrendite durch eine hälftige Aktienrendite (50% unverzinslicher Cash wird als andere Hälfte angenommen) als Benchmark ersetzt werden kann, für die keine zusätzliche Zeitreihe zu den Aktienrenditen erforderlich ist

¹⁵⁴ Mit der neuen Minimum-Allokation von 5% ab 2023 reduzierte sich die Segmentanzahl auf 10





| | Ohne Rebalancierung | | | Jährliche Rebalancierung | | |
|---------------------|---------------------|-----------------|---------------------------|--------------------------|-----------------|---------------------------|
| | Weltaktien | 55/45-Portfolio | Weltmarkt-portfolio Basis | Weltaktien | 55/45-Portfolio | Weltmarkt-portfolio Basis |
| Rendite | 39,44% | 49,03% | 54,00% | 39,44% | 57,21% | 68,98% |
| Rendite p.a. | 4,12% | 4,97% | 5,39% | 4,12% | 5,65% | 6,58% |
| Volatilität | 20,51% | 9,30% | 8,49% | 20,51% | 9,94% | 9,11% |
| Sharpe Ratio | 0,20 | 0,53 | 0,63 | 0,20 | 0,57 | 0,72 |
| Max. Verlust | -49,25% | -22,15% | -22,81% | -49,25% | -24,12% | -25,28% |
| Risikoklasse | 5 | 4 | 4 | 5 | 4 | 4 |
| 2008 | -38,13% | -16,57% | -18,28% | -38,13% | -16,57% | -18,28% |
| 2009 | 29,41% | 13,37% | 14,61% | 29,41% | 16,35% | 23,41% |
| 2010 | 20,60% | 9,14% | 17,27% | 20,60% | 10,86% | 18,67% |
| 2011 | -6,17% | -0,83% | 4,78% | -6,17% | -1,01% | 2,99% |
| 2012 | 15,30% | 12,13% | 10,03% | 15,30% | 12,27% | 12,64% |
| 2013 | 17,45% | 11,52% | 1,30% | 17,45% | 12,46% | 3,69% |
| 2014 | 18,48% | 16,71% | 19,33% | 18,48% | 16,77% | 18,34% |
| 2015 | 8,55% | 6,48% | 6,41% | 8,55% | 6,44% | 5,39% |
| 2016* | -11,63% | -6,32% | -5,46% | -11,63% | -5,96% | -5,89% |

| Korrelationen der Tagesrenditen | | | | | | | |
|------------------------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------|------------------|---------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| AQR High Minus Low Devil Global | AQR Small Cap Global | AQR Quality Minus Junk Global | Öl | EUR/USD | Staats-Anleihen Europa | US Zinskurve 10 Jahre | Aktien-Spread China-USA |
| 0,22 | -0,14 | -0,35 | 0,07 | -0,46 | 0,08 | -0,01 | -0,07 |
| 0,34 | 0,34 | 0,37 | 0,37 | 0,33 | 0,44 | 0,49 | 0,4 |
| Energie-Sektor | Biotech-Sektor | Gesundheits- Sektor | Banken-Sektor | Versorger-Sektor | Large Cap Aktien USA | Large Cap Aktien Europa | Large Cap Aktien Deutschland |

2.3. Risikomanagement

2.3.1. Einleitung und Vorgehen

Die Weltmarktportfolios sind stark diversifiziert, um unterschiedlichste Renditequellen zu erschließen. Wir halten Diversifikation auch für einen der wichtigsten und effizientesten Ansätze der Risikoreduktion. Die Weltmarktportfolios sind sowohl regional und nach Anlagesegmenten, vor allem durch meist hohe Anteile an „alternativen Aktien“, besonders stark diversifiziert. Zur Messung der Diversifikation der Portfolios haben wir Faktoranalysen gemacht. Zur weiteren individuellen Risikobegrenzung wird Anlegern eine Kombination der Portfolios mit „Cash“ empfohlen. Selbst eine starke Diversifikation und Cash-Beimischungen schützt jedoch nicht vor teilweise hohen zwischenzeitlichen Verlusten, wie die Rückrechnungen unserer Portfolios zeigen.

Funktionierende Risikosteuerungssignale können helfen, die Portfolios noch risikoärmer zu machen. So kann der individuelle fixe Cash-Anteil zugunsten der (Rendite-)Portfolios flexibilisiert und typischerweise reduziert werden. Wir haben zunächst unsere Anforderungen an solche Risikosignale bzw. Risikomanagementmodelle dokumentiert. Unsere Hauptanforderungen sind Robustheit und günstige Umsetzungskosten, also vor allem möglichst geringe Handelsaktivitäten, und auf einen Derivate-Einsatz soll möglichst verzichtet werden.¹⁵⁵ Durch technologische und

¹⁵⁵ Viele Anleger und auch Berater haben keine Erfahrungen mit Derivaten bzw. sind diesen gegenüber skeptisch eingestellt. Ein Test, ob Portfoliorisiken mit Derivaten einfach abgesichert werden können, wäre z.B. der Einsatz von Aktienmarktfutures bei Verkaufssignalen für die aggregierten Portfoliozeitreihen. Eine solche Methode könnte die Handelskosten, die bei Verkauf und anschließendem Kauf

wettbewerbliche Änderungen sind Umsetzungskosten in den letzten Jahren allerdings erheblich gesunken, so dass diese heute keine so große Rolle mehr spielen.

Robustheit bedeutet für uns, dass die gleichen Signale/Systeme für unterschiedliche Perioden und Portfolios genutzt werden können. Robustheit soll sich auch darin zeigen, dass geringe Daten- bzw. Modelländerungen nicht zu starken Änderungen der Resultate führen sollen. Robustheit verstehen wir also nicht nur als geringe Sensitivität von Modellinputparametern gegenüber Änderungen, sondern wir erwarten, dass ein gutes Risikomodell für möglichst viele Portfolios und Perioden gut funktioniert. Robustheit in diesem Sinn reduziert die Wahrscheinlichkeit, dass bestimmte Risikosignale nur aus Zufall oder aufgrund selektiver Portfolioabhängigkeiten gut funktionieren. Deshalb bietet es sich an, Risikosignale bzw. Risikomanagementmodelle zu nutzen, die sich bereits bewährt haben.

Portfoliomanager nutzen oft Risikomodelle, die stark annahme-, prognose- und/oder modellabhängig sind. Viele der verwendeten Modelle erscheinen uns als wenig robust. Im Einklang mit unserer Anlagephilosophie haben wir nur Signale/Modelle getestet, die möglichst einfach, komplett regelbasiert und prognosefrei sind. Außerdem haben wir uns auf den Test weniger Modelle/Signale beschränkt und diese vor den Tests dokumentiert, um nicht den Versuchungen von „Data Mining“ zu unterliegen. Denn wenn man sehr viele Modelle testet, dann findet man sicher eines, welches in der Vergangenheit gut funktioniert hätte.

Neben der Reduktion des Risikos sind vor allem die Kosten der Umsetzung entscheidend, da diese direkte negative Auswirkung auf die Wertentwicklungen haben können, gerade über einen langen Zeitraum, und somit einen auf der Risikoseite gewonnenen Mehrwert stark reduzieren können.

Wir erwarten, dass Reduktionen von Portfoliorisiken grundsätzlich und vor allem über längere Perioden, mit Reduktionen von Renditen gegenüber „Buy and Hold“¹⁵⁶ Portfolios einhergehen. Renditenachteile von risikogesteuerten versus „Buy and Hold“-Portfolios treten typischerweise in Markterholungsphasen oder in Marktphasen auf, die eine Vielzahl an sogenannten Fehlsignalen im Risikomodell liefern. Portfolios, die nur relativ wenige bzw. selten Handelssignale nutzen, können außerdem normalerweise nicht schnell auf Marktveränderungen reagieren. Sogenannte „Flash-Crashes“, also sehr schnelle und heftige Verlustphasen, können mit den hier aufgezeigten Methoden

aller ETFs eines Portfolios anfallen, erheblich reduzieren. Allerdings würde auch ein Mismatch- bzw. Basisrisiko in Kauf genommen werden, da der „Hedge“ bzw. das „Risiko-Overlay“ alles andere als „perfekt“ wäre. Da die Signalmethoden und die entsprechenden Zeitreihen online zur Verfügung gestellt sind, können diese Tests von Anleger bzw. Beratern selbst durchgeführt werden.

Weiterführend siehe z.B. Söhnholz/Rieken/Kaiser (2010): „Asset-Allocation, Risiko-Overlay und Managerselktion“ oder Söhnholz (2012): „Renditeorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung“.

¹⁵⁶ Portfolios, in denen nach dem initialen Wertpapierkauf keine Käufe bzw. Verkäufe mehr vorgenommen werden

deshalb nicht vermieden werden. Anders als bei einseitig risikoreduzierend ausgelegten Stop-Loss Signalen, werden Anleger bei Trendfolgesystemen aber auch nicht dauerhaft „ausgebremst“, denn es werden auch Wiederanlagesignale geliefert und so kann man auch von Markterholungen profitieren.

Als wichtigste Beurteilungskriterien für den Vergleich unterschiedlicher Risikosteuerungssysteme nutzen wir maximale Verluste und, um auch Renditen zu berücksichtigen, die Sharpe Ratio (nach Implementierungskosten), also die am häufigsten genutzte Kennzahl für die Beurteilung der risikoadjustierten Performance von Portfolios.

Trendfolgende Systeme sind die wohl am weitesten verbreiteten prognosefreien Systeme, die nur auf – einfach nachprüfbar – vergangenen Kursdaten beruhen und deshalb ohne weitere wertpapierspezifische Kennzahlen und damit Daten auskommen. Die Aussage lautet vereinfacht: „Man investiert in ein Anlagesegment, wenn es einen positiven mittel- bis langfristigen Trend aufweist und verkauft Wertpapiere bei einem negativen Trend“. Somit wird implizit die Annahme getroffen, dass ein Trend fortgesetzt wird. Dies kann aus vielen Gründen als eine konservative Annahme, zumindest für die zahlreichen Anlagesegmente, für die empirisch Autokorrelation festgestellt wurde, gesehen werden. Außerdem können die Regeln solcher Risikomodelle grundsätzlich auf alle Kurs-Zeitreihen angewendet werden, unabhängig davon um welches Anlagesegment oder um welches Instrument es sich handelt. Außer den Kurszeitreihen sind keine weiteren Daten nötig, um Kauf- oder Verkaufssignale zu generieren, also auch keine oft strittigen anderen Daten, Kennzahlen oder gar Prognosen. Das macht diese Modelle vielfältig nutzbar, einfach implementierbar und auch einfach nachprüfbar.

2.3.2. Risikomodell: 200-Tagelinie (bis November 2020) und 40-Tagelinie (ab November 2020)

Die 200-Tagelinie und die 40-Tagelinie werden relativ oft für die Risikosteuerung von Aktienportfolios genutzt. Sie dienen vor allem zur Bestimmung von Marktphasen. Liegt ein Kurs oberhalb seines X-Tage-Durchschnitts, wird das als positiv gewertet, während ein Niveau unterhalb als negativ gewertet wird. Es handelt sich dabei „nur“ um die Annahme der Fortsetzung einer vergangenen Entwicklung und nicht um verlässliche (Richtungs-)Prognosen. Solche Ansätze haben sich über viele Jahrzehnte hinweg grundsätzlich bewährt. Allerdings sind auch lange Phasen von „Underperformance“ aufgetreten.

Erklärungen für den Erfolg trendfolgender Ansätze sind vor allem verhaltenswissenschaftlicher Art und stellen Herdenverhalten und Gier heraus. Allerdings gibt es keine überzeugenden Erklärungen, warum gerade 40 oder 200 Tage am besten sind und nicht mehr oder weniger¹⁵⁷.

Solche mittel- bzw. langfristorientierten trendfolgenden Signalsysteme führen bei kurzfristiger Trendumkehr oft zu Verlusten. Manche Risikomanager versuchen deshalb, zusätzlich antizyklische Signale zu nutzen. Die Kombinationsmöglichkeiten von zyklischen und antizyklischen Signalen sind aber überaus vielfältig und wir kennen keine einfachen und robusten prognosefreien Ansätze, die sich empirisch bewährt haben.

Wir haben 2015 nur die 200-Tagelinie getestet, weil 2015 Umsetzungskosten noch relativ hoch waren. Ende 2020 haben wir ohne weitere Tests auf eine 40-Tagelinie umgestellt, weil die Märkte unserer Ansicht nach schnelllebiger geworden sind und Umsetzungskosten für Signale in den Vorjahren stark gesunken sind.

Wir messen täglich, ob der jeweilige ETF bzw. das Portfolio oberhalb oder unterhalb der x-Tagelinie notiert. Um die Nebenbedingung der Kosteneffizienz durch geringe Handelskosten der oben erwähnten Ziele schon auf Signalebene zu berücksichtigen, wird eine leichte Adjustierung vorgenommen. **Erst wenn der ETF bzw. das Portfolio mindestens 1% über der x-Tagelinie liegt, wird dieser nach einem Verkauf wiedergekauft.** Umgekehrt wird ein ETF, der sich im Portfolio befindet, bzw. das Portfolio erst verkauft, wenn er mindestens 1% unterhalb seiner x-Tagelinie notiert. Um die Handelsaktivitäten vor allem wegen der dadurch entstehenden Kosten aber auch wegen des Umsetzungsaufwands möglichst weiter zu verringern, **müssen die oben genannten Bedingungen zwei Tage in Folge erfüllt sein**, damit eine Positionsänderung stattfindet.

Die Ergebnisse werden nach ETF-Kosten ausgewiesen. **Zusätzlich werden bei den risikogesteuerten Portfolios pauschal 2% Gebühren pro Jahr für Handelskosten abgezogen**¹⁵⁸. Die Performance der nicht-risikogesteuerten Vergleichsportfolios berücksichtigt dagegen nur die ETF-Kosten plus Kosten von 1,19% p.a., d.h. es werden keine Handelskosten abgezogen, da für diese Portfolios nur sehr geringe Umschichtungen erwartet werden.

Es gibt gute Gründe dafür, für bestimmte Anlagesegmente keine Risikosignale zu nutzen. So braucht man keine Risikosteuerung für Segmente, die sehr risikoarm sind. Man sollte auch keine Risikosignale für Segmente nutzen, die sich nur selten stark verändern. Insbesondere für risikoarme

¹⁵⁷ Lempérière et al. nutzen monatliche Daten, dabei entspricht die 10 Monatsperiode der 200 Tagelinie, und finden für andere als die 10 Monatsperiode vergleichbare Ergebnisse

¹⁵⁸ 2% sind eine „Pauschale“. Die individuellen Handelskosten hängen unter anderem von der Anlagesumme, der Häufigkeit von Umschichtungen (die sich bei den einzelnen Arten von Risikomodellen t.w. erheblich unterscheiden, wie die unten aufgeführten Analysen zeigen), der Depotverbindung, der Wahl von Handelsplätzen bzw. -Partnern, dem Timing etc. ab.

Anleihen, die nur bei – in der Vergangenheit sehr seltenen – allgemeinen Marktzinsveränderungen ihre Trends ändern, macht die Nutzung von Risikosignalen also wenig Sinn¹⁵⁹.

2.4. ESG ETF-Portfolio (Start 15.2.2016)

2.4.1. Konzept des ESG ETF-Portfolios

Ziel des ESG¹⁶⁰ ETF-Portfolios ist die Umsetzung einer globalen Asset Allokation, die am Weltmarktportfolio ausgerichtet ist und ausschließlich ETFs einsetzt, die Indizes mit besonders hoher Nachhaltigkeit nutzen.¹⁶¹

Zum Startzeitpunkt des Portfolios in 2015 gab es nur nachhaltige ETFs für Aktien und Unternehmensanleihen und keine nachhaltigen ETFs für Staatsanleihen, Immobilien, Infrastruktur, Agrar-/Farmland, Private Equity oder Rohstoffe. Das hat sich im Lauf der Jahre geändert. Seit einiger Zeit werden z.B. auch nachhaltige Staatsanleihe-ETFs angeboten. Da Staaten aber viele Aktivitäten finanzieren, die auf Ausschlusslisten nachhaltiger Anleger stehen, bzw. durch Abgaben oder Steuern von diesen profitieren, wurde entschieden, grundsätzlich keine Staatsanleihen für unsere nachhaltige Standardportfolios zuzulassen. Ab 2019 wurden dafür ETFs auf Indizes für Anleihen von Multinationalen Entwicklungsbanken ausgewählt. Diese verfügen meist über sehr gute Kreditratings und sind nicht von einzelnen Staaten abhängig. Ab 2020 gibt es zudem einen „nachhaltigen“ ETF auf europäische Immobilienaktien, der für die Portfolios akzeptiert wurde, obwohl er keinen formalen ESG-Anforderungen genügt. Ab Ende 2020 konnte auch das Infrastruktursegment mit einem ESG-ETF besetzt werden und ab 2022 das Small Cap/Private Equity Segment. Aufgrund der neuen „Artikel 9“ Anforderung entfällt für 2023 das Segment Infrastruktur und das Segment Aktien Pazifik entfällt aufgrund der Allokation unter 5%.

Die Aufteilung nach Industrie- und Schwellenländern bzw. Regionen erfolgt auf Basis relevanter Studien und Standardindizes.¹⁶²

¹⁵⁹ Wie bei allen Portfolios mit stabilen Anleiheanteilen gilt aber auch hier, dass Zinssteigerungen zu Verlusten u.a. in der Anleihequote führen können, die höher sein können als die Renditen der entsprechenden Anleihen.

¹⁶⁰ ESG steht für Environmental, Social, Governance und wird hier weit definiert verstanden im Sinne verantwortungsvoller Investments. Eine detaillierte Definition findet sich in Söhnholz/Frank 2018

¹⁶¹ Für die Beurteilung, was streng nachhaltig ist siehe Kriterien weiter unten.

¹⁶² Aufteilung in Anlehnung an Credit Suisse Research Institute 2014, S. 30; Vacchino/Schuller 2015, S. 4 ff.; Faber 2015, Seite 61ff; Doeswijk et. al. 2014; IOSCO 2014, S. 17; Der Mittelwert aus den Anteilen der ersten drei Autoren beträgt ca. 50% und die Messung durch IOSCO ergibt 42%; wir gehen deshalb anfänglich von 45% für die Allokation in Anleihen insgesamt aus.

Die Regeln für die Nachhaltigkeitsanforderungen an ETFs wurden im Laufe der Jahre strenger gefasst, weil immer mehr nachhaltige ETFs verfügbar waren. Pro Zielmarktsegment (z.B. europäische Aktien oder Infrastrukturaktien) wird ab Anfang 2022 erstmals das Nachhaltigkeitsfonsrating von Clarity.ai genutzt (ab 2023 auch als Best-in-Universe (BiU) Ansatz). Ab 2023 sind nur ETFs zulässig, bei denen das E, S und G BiU-Rating zum Selektionszeitpunkt bei mindestens 50 liegt. Es wird der ETF mit dem höchsten E, S oder G Durchschnittsrating selektiert, der weitere Kriterien erfüllt wie Replikationsmethode, Währung und Ausschüttungsart, die je nach Portfolio¹⁶³ unterschiedlich sein können. Sofern mehrere ETFs alle hier aufgeführten Kriterien in gleichem Maße erfüllen, wird der ETF mit der niedrigsten Total Expense Ratio (TER) selektiert (Details siehe 2.2.2.).

Berater und Anleger sollten sich die einzelnen Positionen solcher „verantwortungsvoller“ ETFs bzw. der diesen zugrunde liegenden Indizes ansehen, um einen Eindruck davon zu bekommen, wie streng solche Portfolios sind.

„Most passive“ kapitalisierungsbasierte Allokation

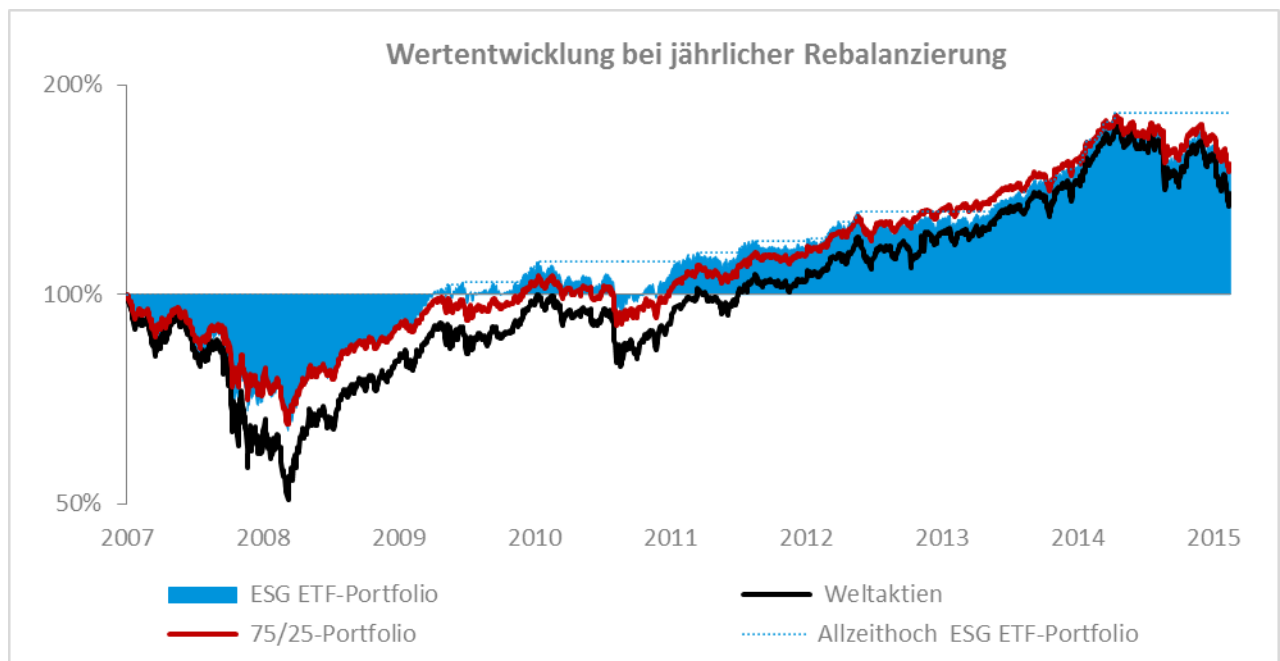
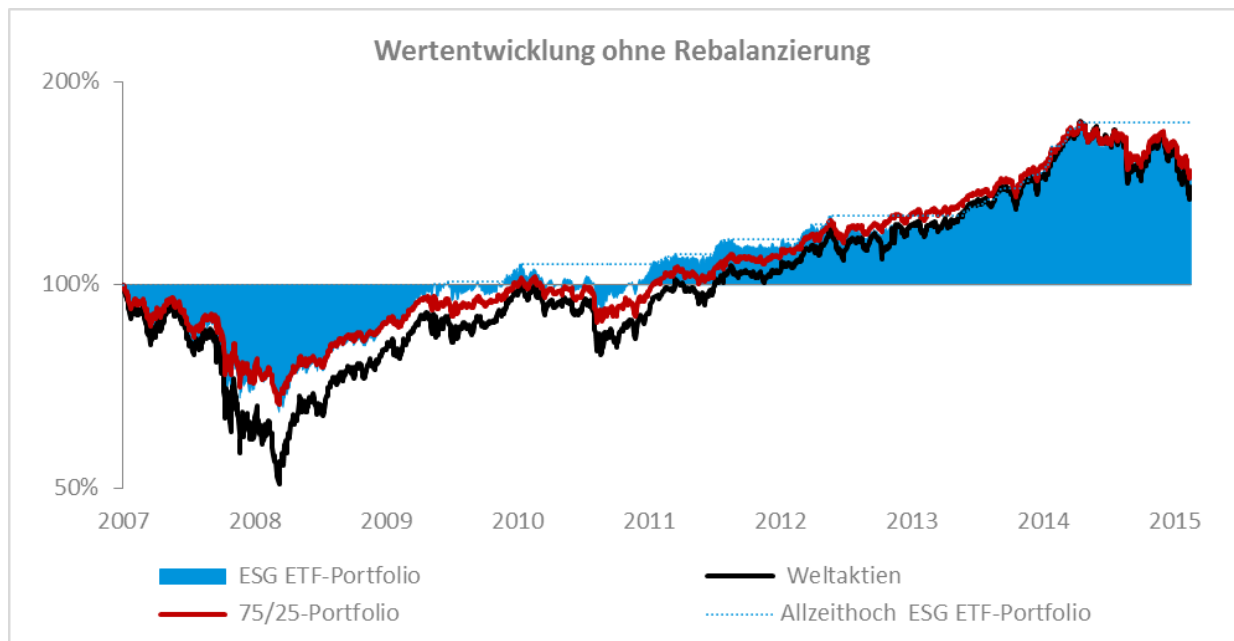
| <u>Beispiel: ESG ETF-Portfolio 2023</u> | <u>Anteil</u> |
|---|---------------|
| Aktien | 35% |
| Private Equity/Small Caps | 13% |
| Unternehmensanleihen | 22% |
| Anleihen Multinationale Entwicklungsbanken (statt Staatsanleihen) | 15% |
| Immobilien (Aktien/REITs) | 15% |

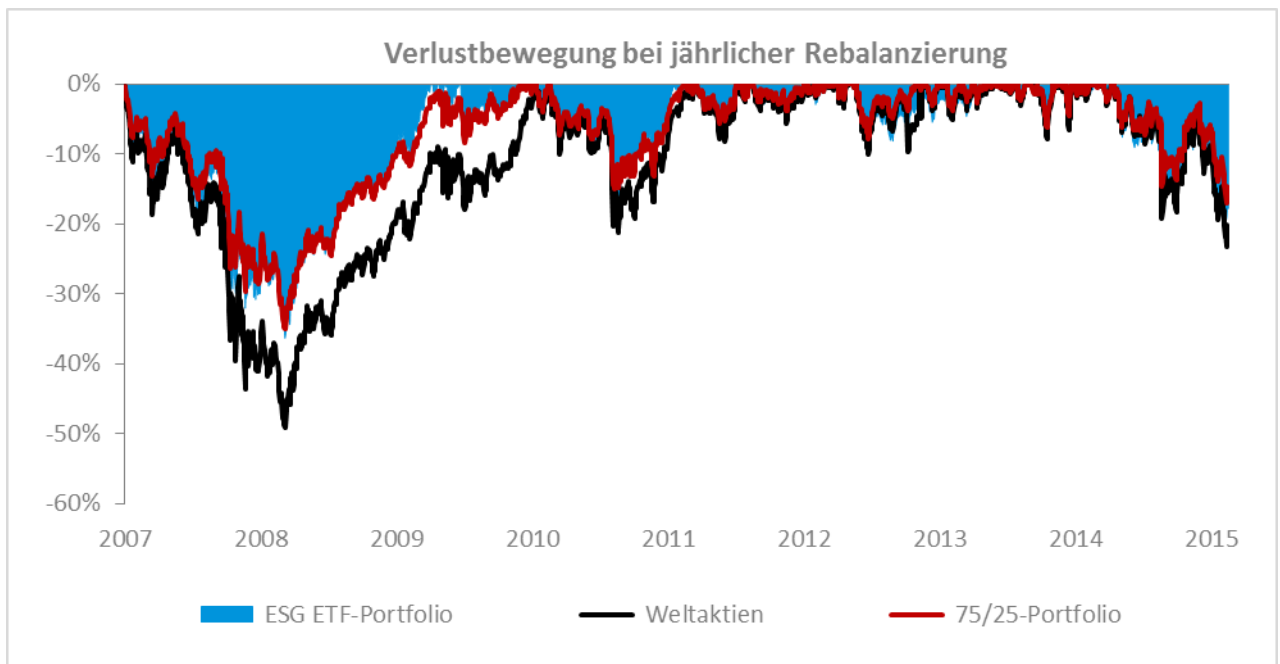
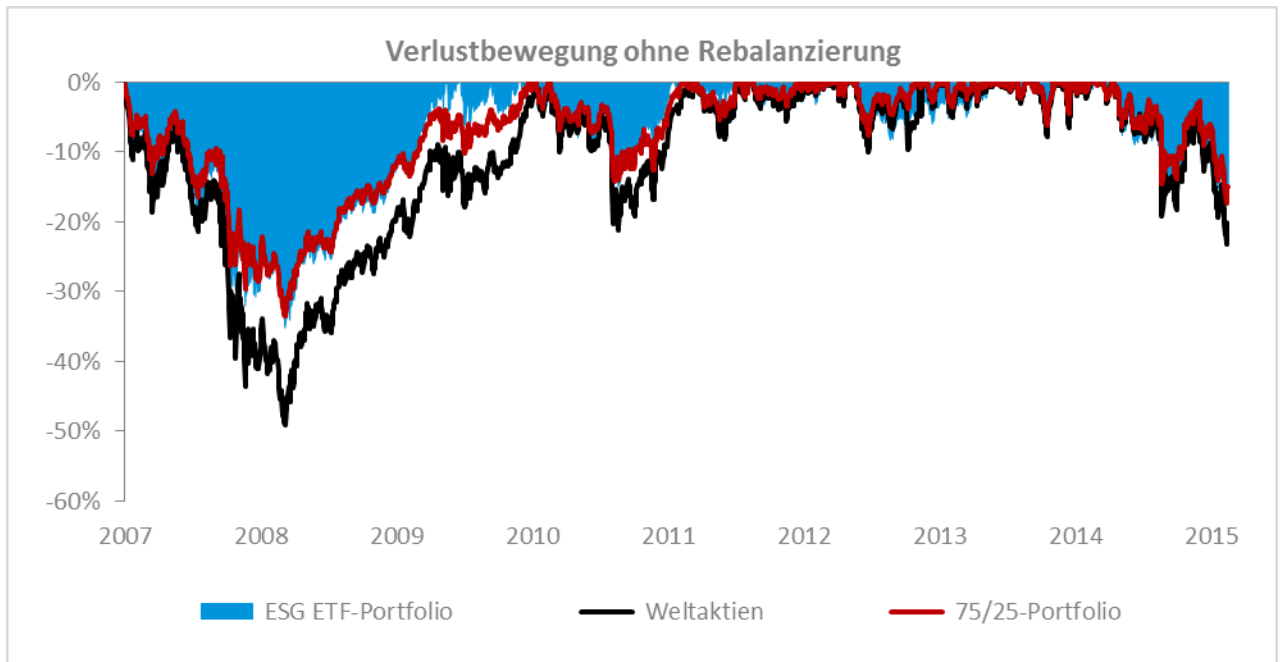
1) vgl. „Das Soehnholz ESG und SDG Buch“ Kapitel 2.1.13



¹⁶³ Unterschiede ergeben sich in der Regel durch kundenspezifische Anforderungen

2.4.2. Rückrechnung des ESG ETF-Portfolios





| | Ohne Rebalanzierung | | | Jährliche Rebalanzierung | | |
|----------------|---------------------|-----------------|-------------------|--------------------------|-----------------|-------------------|
| | Weltaktien | 75/25-Portfolio | ESG ETF-Portfolio | Weltaktien | 75/25-Portfolio | ESG ETF-Portfolio |
| Rendite | 39,44% | 47,66% | 45,61% | 39,44% | 54,10% | 50,00% |

| | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Rendite p.a. | 4,12% | 4,85% | 4,67% | 4,12% | 5,39% | 5,05% |
| Volatilität | 20,51% | 13,14% | 12,07% | 20,51% | 13,70% | 12,58% |
| Sharpe Ratio | 0,20 | 0,37 | 0,39 | 0,20 | 0,39 | 0,40 |
| Max. Verlust | -49,25% | -33,58% | -35,27% | -49,25% | -35,07% | -36,39% |
| Risikoklasse | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 2008 | -38,13% | -25,80% | -28,42% | -38,13% | -25,80% | -28,42% |
| 2009 | 29,41% | 18,17% | 22,04% | 29,41% | 20,71% | 26,78% |
| 2010 | 20,60% | 13,26% | 18,65% | 20,60% | 14,67% | 18,56% |
| 2011 | -6,17% | -1,62% | 0,62% | -6,17% | -1,76% | -0,83% |
| 2012 | 15,30% | 12,66% | 9,10% | 15,30% | 12,77% | 9,72% |
| 2013 | 17,45% | 15,43% | 7,42% | 17,45% | 16,18% | 9,57% |
| 2014 | 18,48% | 18,01% | 19,83% | 18,48% | 18,05% | 18,57% |
| 2015 | 8,55% | 8,27% | 7,86% | 8,55% | 8,24% | 7,61% |
| 2016* | -11,63% | -9,05% | -7,82% | -11,63% | -8,78% | -8,35% |

| Korrelationen der Tagesrenditen | | | | | | | |
|------------------------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------|------------------|---------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| AQR High Minus Low Devil Global | AQR Small Cap Global | AQR Quality Minus Junk Global | Öl | EUR/USD | Staats-Anleihen Europa | US Zinskurve 10 Jahre | Aktien-Spread China-USA |
| 0,29 | -0,25 | -0,43 | 0,17 | -0,26 | 0 | 0,17 | -0,14 |
| 0,5 | 0,43 | 0,5 | 0,49 | 0,47 | 0,61 | 0,54 | 0,5 |
| Energie-Sektor | Biotech-Sektor | Gesundheits- Sektor | Banken-Sektor | Versorger-Sektor | Large Cap Aktien USA | Large Cap Aktien Europa | Large Cap Aktien Deutschland |

2.5. Alternatives ETF-Portfolio (Start 1.4.2016)

2.5.1. Konzept des Alternatives ETF-Portfolios

Das Alternatives ETF-Portfolio haben wir entwickelt, weil unseres Wissens zumindest zum Start des Portfolios in 2016 fast alle Anlagesegmente dieses Portfolios in deutschen Geldanlageportfolios unterrepräsentiert sind.

Wir starten für die Allokation mit dem Weltmarktportfolio Basis. Im WMP Basis waren anfangs 7 alternative ETFs enthalten, die - aufgrund der 2,5% Mindestanteilsanforderung - nicht alle Alternativesegmente bzw. Regionen abdeckten. In einem Stand-Alone ETF Portfolio können mehr

Alternatives-ETFs als im Weltmarktportfolio Basis aufgenommen werden. Dabei soll ein Segment jeweils ebenfalls mindestens 5% Anteil an dem Portfolio haben¹⁶⁴.

Analog zum Vorgehen bei den anderen Portfolios wurden die relativen Aufteilungen im Aktien-Segment als Basis für Allokationen bei den alternativen Segmenten genutzt, wenn keine anderen Informationen in den oben aufgeführten Untersuchungen zu Weltmarktallokationen verfügbar waren.

Die Aufteilung für Rohstoffe erfolgt nach der relativen Allokation zwischen USA und Europa im MSCI World Index.

Aufteilung für Immobilien: Bei der Allokation nach Aktienmarktkapitalisierung ergibt sich zum Start: USA 62%, Europa 23%, China 15%.

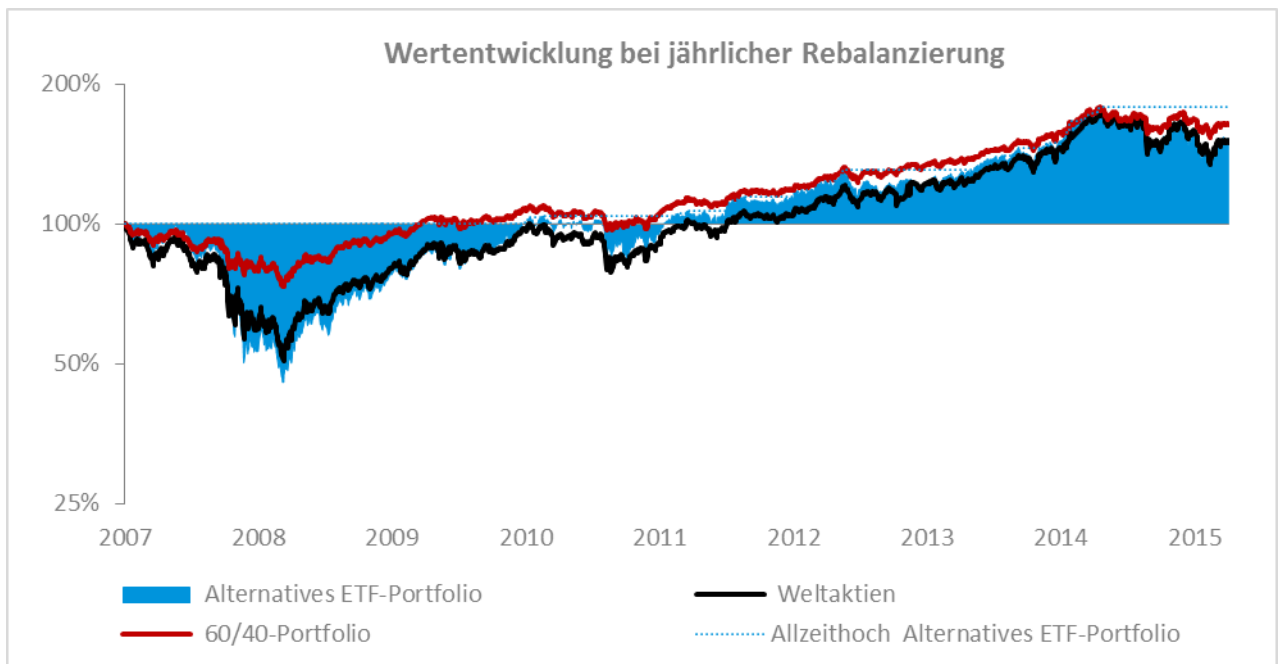
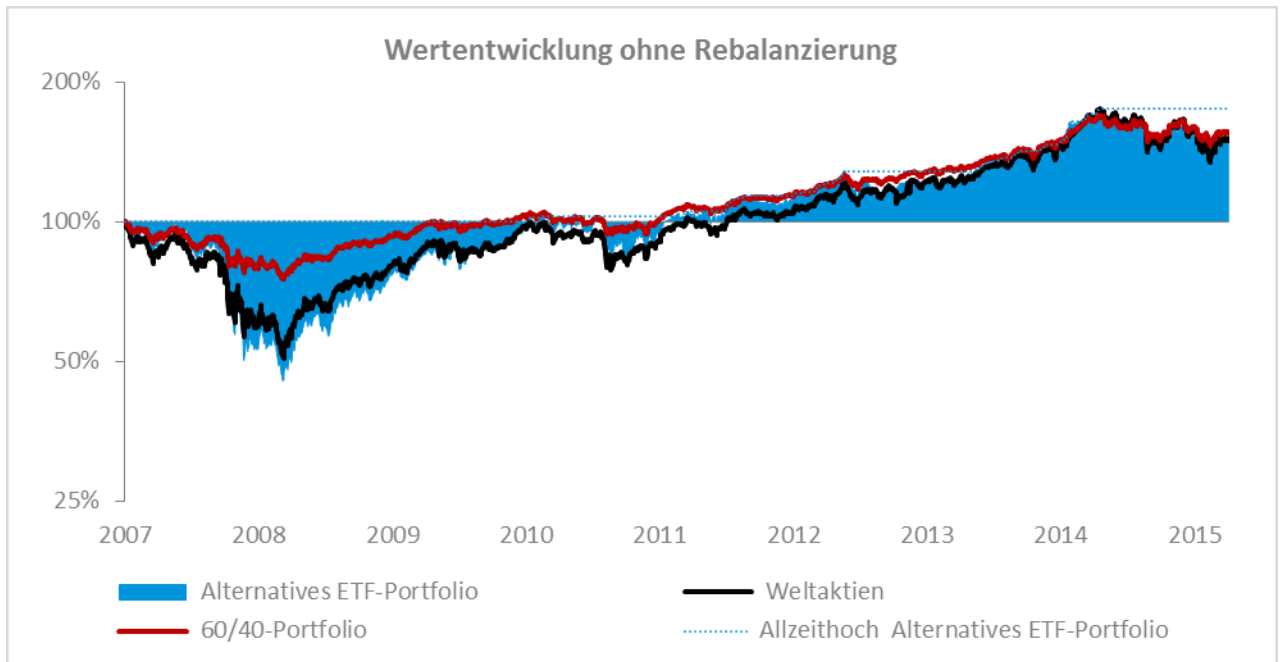
Aufteilung für Infrastruktur: Da der NMX30 Infrastructure Global de facto ein Industrieländer- (DM) Index ist (u.a. auf Grund der Liquiditäts- und Market Cap-Regeln des Indexes), wird ein weiterer ETF aufgenommen, der die Schwellenländer (EM) abdeckt. Die relative Allokation erfolgt nach der Aufteilung von DM- zu EM-Aktien (78% zu 22% zum Start).

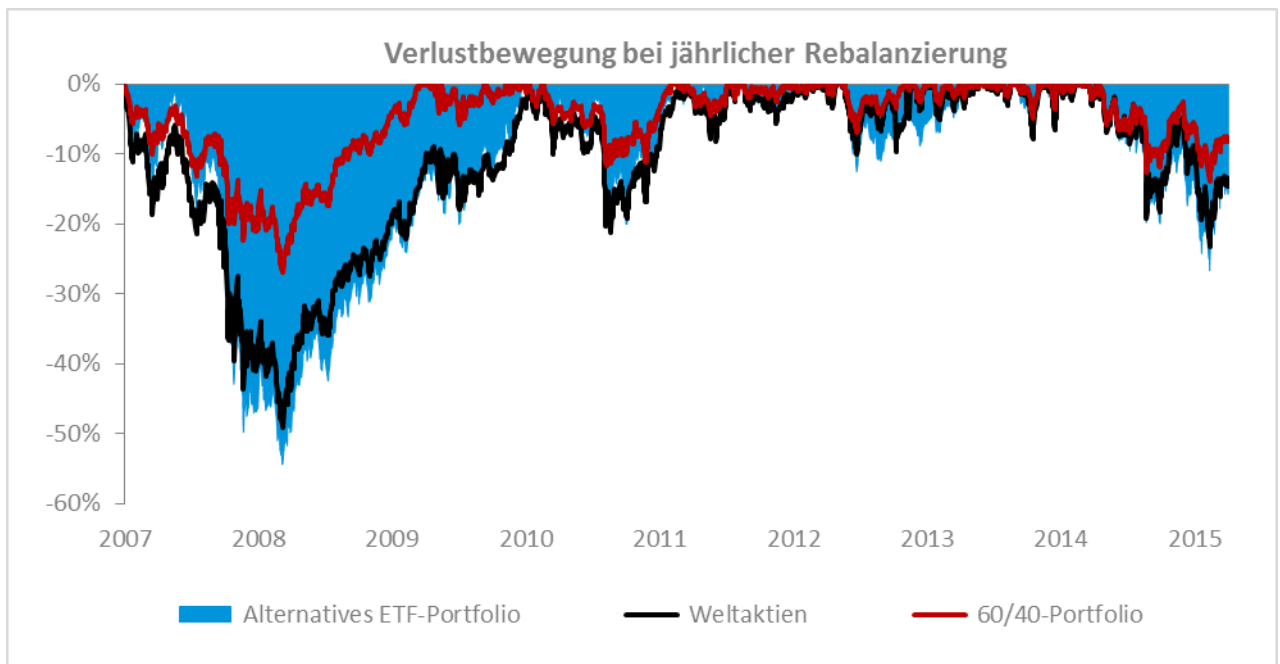
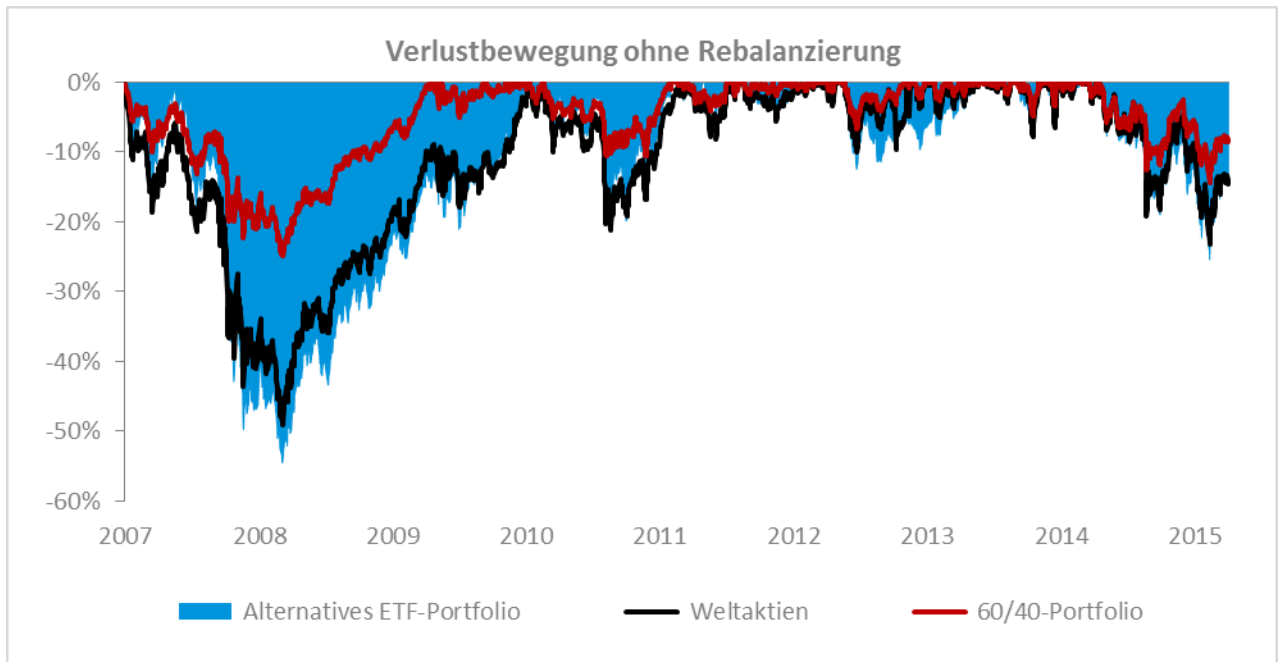
Aufteilung für Private Equity: Da der LPX MM Private Equity nicht direkt abbildet (siehe Begründung zu WMP Basis), wird hier auf Grund der Höhe der Private Equity Allokation auf zwei ETFs zurückgegriffen, die Small- bzw. Midcap-Aktien (als Proxy für Private Equity bzw. privat gehaltene Unternehmensbeteiligungen) abbilden. Die Allokation erfolgt zur Hälfte in den LPX MM Index ETF und zur Hälfte in Small- bzw. Midcap-ETFs. Die Aufteilung entspricht dem relativen Verhältnis von US- zu Europa-Aktien. Das Resultat war ein Startportfolio mit 13 „alternativen“ Aktien-ETFs von 7 ETF Anbietern. (6 Anbieter aufgrund einer Fusion). Seit Ende 2019 steht ein konzentrierterer ETF zur Verfügung, der den bisherigen ausschüttenden Immobilien ETF ersetzt. Außerdem wurden die bestehenden Energierohstoff-ETFs durch ETFs mit geringeren erwarteten Tracking-Errors ersetzt. Das war auch der Grund für den Austausch eines Infrastruktur ETFs für 2021. Ab 2023 besteht das Portfolio aufgrund der neuen 5% Mindestallokationsanforderung nur noch aus 9 ETFs. Im Vergleich zum Vorjahr entfallen die Segmente Rohstoffe und Private Equity Europa sowie Infrastruktur Schwellenländer.

2.5.2. Rückrechnung des Alternatives ETF-Portfolios

Das Portfolio besteht zum Start aus 13 „alternativen“ Aktien-ETFs. Startzeitpunkt war der 01.04.2016.

¹⁶⁴ Die Minimum-Allokation erhöht sich ab 2023 von 2,5% auf 5%





| | Ohne Rebalanzierung | | | Jährliche Rebalanzierung | | |
|---------------------|---------------------|-----------------|----------------------------|--------------------------|-----------------|----------------------------|
| | Weltaktien | 60/40-Portfolio | Alternatives ETF-Portfolio | Weltaktien | 60/40-Portfolio | Alternatives ETF-Portfolio |
| Rendite | 49,04% | 55,34% | 50,97% | 49,04% | 63,52% | 51,85% |
| Rendite p.a. | 4,89% | 5,41% | 5,06% | 4,89% | 6,06% | 5,13% |
| Volatilität | 20,48% | 10,21% | 18,46% | 20,48% | 10,84% | 18,30% |

| | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Sharpe Ratio | 0,24 | 0,53 | 0,27 | 0,24 | 0,56 | 0,28 |
| Max. Verlust | -49,25% | -25,01% | -54,57% | -49,25% | -26,91% | -54,43% |
| Risikoklasse | 5 | 4 | 5 | 5 | 4 | 5 |
| 2008 | -38,13% | -18,87% | -44,84% | -38,13% | -18,87% | -44,84% |
| 2009 | 29,41% | 14,47% | 39,18% | 29,41% | 17,44% | 41,26% |
| 2010 | 20,60% | 10,11% | 27,17% | 20,60% | 11,81% | 27,33% |
| 2011 | -6,17% | -1,02% | -2,62% | -6,17% | -1,20% | -3,64% |
| 2012 | 15,30% | 12,26% | 17,25% | 15,30% | 12,40% | 19,08% |
| 2013 | 17,45% | 12,46% | 7,80% | 17,45% | 13,39% | 8,24% |
| 2014 | 18,48% | 17,03% | 23,26% | 18,48% | 17,09% | 22,01% |
| 2015 | 8,55% | 6,93% | 3,31% | 8,55% | 6,89% | 2,23% |
| 2016* | -5,55% | -2,85% | -1,35% | -5,55% | -2,60% | -1,19% |

| Korrelationen der Tagesrenditen | | | | | | | |
|------------------------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------|------------------|---------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| AQR High Minus Low Devil Global | AQR Small Cap Global | AQR Quality Minus Junk Global | Öl | EUR/USD | Staats-Anleihen Europa | US Zinskurve 10 Jahre | Aktien-Spread China-USA |
| 0,45 | -0,16 | -0,63 | 0,28 | -0,62 | -0,03 | 0,34 | -0,31 |
| 0,68 | 0,57 | 0,63 | 0,69 | 0,58 | 0,81 | 0,59 | 0,61 |
| Energie-Sektor | Biotech-Sektor | Gesundheits- Sektor | Banken-Sektor | Versorger-Sektor | Large Cap Aktien USA | Large Cap Aktien Europa | Large Cap Aktien Deutschland |

2.6. Neue ETF-Portfolios ab 2020: ESG ex Bonds (Income), ESG ex Bonds Trend, ESG Bonds, ESG Bonds EUR (Income)

Anfang 2020 wurden mehrere neue ETF-Portfolios für die Deutsche Wertpapiertreuhand entwickelt. Dazu gehört das ESG ETF-Portfolio ex Bonds. Das Portfolio entspricht dem ESG ETF-Portfolio ohne Anleihe-ETFs. Dazu gehört auch das gleiche Portfolio inklusive Trendfolge, das als ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend bezeichnet wird. Das ESG ETF-Portfolio Bonds beinhaltet nur die Anleihesegmente des ESG ETF-Portfolios und das ESG ETF-Portfolio Bonds EUR nur die in Euro denominierten oder die mit einem Euro-Hedge verfügbaren Anleihesegmente des ESG ETF-Portfolios Bonds:

Mit dem **ESG ETF-Portfolio ex Bonds** wird (nur) die Verteilung der Aktien- und Alternativesinvestments aller Anleger weltweit mit zum Start 6 „verantwortungsvollen“ ETFs

nachgebildet¹⁶⁵. Ab 2023 sind 5 ETFs im Portfolio enthalten. . Seit Ende 2020 gibt es zudem das **ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income**, das vor allem ausschüttende ETFs nutzt.

Das **ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend** nutzte zunächst die adjustierte Trendfolge auf Einzel-ETF-Basis der anderen Trendfolgeportfolios: Für jeden ETF wurde täglich geprüft, ob der Kurs über oder unter der 200-Tagelinie liegt. Wenn der Kurs zwei Tage nacheinander mindestens 1% unter der Linie liegt, wird der ETF aus dem Portfolio genommen. Dieser ETF wird wieder ins Portfolio aufgenommen, wenn der Kurs zwei Tage nacheinander mindestens 1% über der Linie liegt. Dieser Ansatz wurde für 2021 vereinfacht und auf ein schneller reagierendes Signal umgestellt. So werden die Signale aus einer 40-Tagelinie eines Weltaktien-Benchmark abgeleitet und das gesamte Portfolio jeweils verkauft bzw. gekauft. Achtung: Die Umsetzungskosten für solche Trendfolgeportfolios können hoch sein.

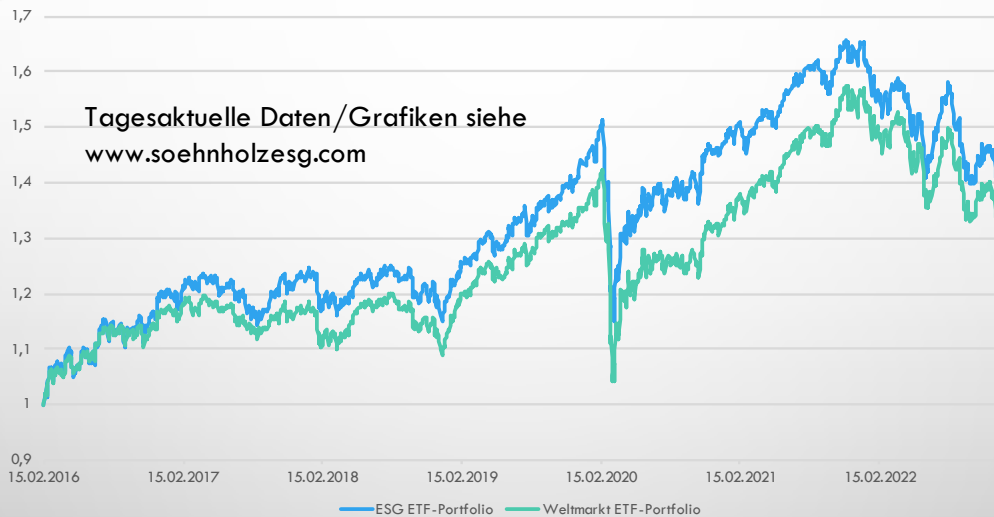
Das **ESG ETF-Portfolio Bonds** nutzt nur die Anleihe-segmente des ESG-ETF-Portfolios, die grundsätzlich wie beim Weltmarktportfolio allokiert werden. Wie bei den anderen ESG-ETF-Portfolios werden ETFs für Anleihen multinationaler Entwicklungsbanken als Ersatz für Staatsanleihe-ETFs genutzt. Ab 2023 enthält das Portfolio 4 ETFs. Im Vergleich zum Vorjahr entfallen ETFs für langlaufende US-Anleihen und hochverzinsliche Anleihen, für die keine Art. 9-ETFs zur Verfügung stehen..

Das **ESG ETF-Portfolio Bonds EUR** nutzt nur die Anleihe-segmente des ESG-ETF-Portfolios, für die in Euro denominierte oder gehedgte ETFs zur Verfügung stehen. Wie bei den anderen ESG-ETF-Portfolios werden ETFs für Anleihen multinationaler Entwicklungsbanken als Ersatz für Staatsanleihe-ETFs genutzt. Das neu online gestellte ESG-ETF-Portfolio Bonds (EUR) besteht zum Start aus insgesamt 9 ETFs. Anders als im Weltmarktportfolio Basis und werden hierfür auch kurzlaufende Anleihen genutzt, weil das Portfolio explizit als Sicherheitsanlage (statt „Cash“) konzipiert wurde¹⁶⁶. Vor allem aufgrund der Artikel 9-Anforderung besteht das Portfolio ab 2023 nur noch aus 4 ETFs.

¹⁶⁵ Zu den Selektionsregeln siehe ESG-ETF-Portfolio

¹⁶⁶ Grund: Kundenwunsch

Gute Performance des ESG ETF-Portfolios



Hinweis: Die Werte vorPortfolio können sowohl steigen als auch fallen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit bietet keine Garantie für die zukünftige Entwicklung des Wertes einer Anlage.



2.7. SDG ETF-Portfolios ab 2020

Vorgeschichte und Start Ende 2019: Ein innovativer Megatrendansatz

2018 haben wir mit einigen Anlageberatern gesprochen, die ihren Kunden ein sogenanntes Impact Portfolio aus mehreren Fonds anbieten wollten. Dieses Portfolio haben sie als „Portfolio für Weltverbesserer“ bezeichnet. Es kam dann aber doch zu keiner Geschäftsbeziehung. Weil wir die Idee gut fanden, haben wir Anfang 2019 die Regeln für ein entsprechendes Portfolio aus ETFs entwickelt (ETF: Exchange Traded Funds). Heute gehört das SDG ETF-Portfolio zu unseren beliebtesten Portfolios. Die Kunden nutzen es typischerweise als Ergänzung zu einem ESG ETF-Portfolio (ESG: Environment, Social, Governance).

„Most-passive“ Ansatz

Weil das Portfolio auch für Anlagevermittler geeignet sein soll, besteht aus mehreren Fonds. Für andere (Vermögensverwaltungs-) Kunden gibt es seit 2017 bereits ein relativ konzentriertes „Impact“ ESG-Portfolio aus Aktien.

Als konzeptioneller Rahmen für ein solches Weltverbesserungsportfolio bieten sich dabei die 17 Sustainable Development Ziele (SDG) der Vereinten Nationen an. Das bedeutet, dass nur ETFs in das Portfolio aufgenommen werden sollen, die mit diesen Zielen vereinbar sind. Um passende Fonds zu finden, kann man dabei mehrere Wege gehen.

Kein Impact-Index Ansatz

Es ist naheliegend, für ein SDG ETF-Portfolio nur sogenannte Impact-ETFs zu selektieren. Das Problem dabei ist, dass es bisher in Deutschland zum Start keine als solche bezeichneten Impact-ETFs gab. 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 CO₂-Produktion verbunden wäre.

Beispiel: Johnson Matthey, die stark im Bereich der Metallrohstoffe und traditioneller Energie tätig sind, und Procter und Gamble gehörten zu unserem Analysezeitpunkt zu den Top 10 Positionen in Impactindex von MSCI (siehe [hier](#)). Das ist "verantwortungsvollen" Anlegern nur schwer zu erklären.

Aktivitäts- bzw. branchenbasierter Ansatz

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. Dabei sollen Fonds identifiziert werden, die auf eines oder mehrere der 17 SDG Ziele fokussiert sind.

Wir haben zunächst diskutiert, ob länder- oder regionenspezifische Fonds z.B. mit Fokus auf Emerging Markets 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 in Unternehmen in Ländern investiert würde, die bei Einzelaktienportfolios auf unserer Länderausschlussliste stehen (vor allem oft mit hohen China-Anteilen, siehe Regeln für solche Portfolios weiter unten). 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: Zum Start Fokus auf sieben Marktsegmente bzw. Branchen

Bei der Selektion von Branchen- und Themenfonds haben wir uns an der 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 Finanzen¹⁶⁷.

Danach haben wir das in Deutschland angebotene ETF-Universum durchsucht und so die zulässigen Marktsegmente definiert. Daraus ergaben sich zum Start des Portfolios die folgenden sieben Branchen bzw. Marktsegmente mit mindestens einem verfügbaren ETF: Biotechnologie, Gesundheit, erneuerbare Energien, Wasser, nicht-fossile Mobilität, Infrastruktur und Immobilien.

Vor allem fokussierte statt diversifizierte 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. Große Pharmaunternehmen werden aber von vielen Anlegern als nicht besonders nachhaltig eingeschätzt. 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.

SDG ETF-Portfolio: Keine diversifizierten 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

¹⁶⁷ Später haben wir weitere Segmente in Anlehnung an SDI Asset Owner Definitionen hinzugenommen, vgl. [Home \(sdi-aop.org\)](http://Home(sdi-aop.org))

haben möchte (Stichworte China und "Datenkraken"). Vor allem, um Überschneidungen der ETFs im Portfolio untereinander und auch mit anderen Anlegerportfolios zu reduzieren haben wir die meist stark diversifizierten und auf Largecaps fokussierten Inclusion, Gender, Diversity, Low Carbon und Circular Economy ETFs nicht in das Portfolio aufgenommen.

Den hier skizzierten Branchen- und Themen-Ansatz kann man zudem bisher nur mit Aktienfonds umsetzen, denn es gibt noch keine ähnlich fokussierten Anleihe-ETFs. Green Bond ETFs enthalten zudem oft Anleihen von wenig nachhaltigen Emittenten.

SDG ETF-Portfolio: Zum Start kein ESG/SRI-Portfolio

Wie die bisherigen Überlegungen zeigen, soll das SDG-Portfolio ein verantwortungsvolles Portfolio sein. Es gab jedoch zum Portfoliostart noch keine Branchen- bzw. Themen-ETFs, die explizit 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. Seit Ende 2021 nutzen wir aber auch ESG-Kriterien für die Selektion von ETFs für das SDG ETF-Portfolio. Da nachhaltig orientierte Anleger meist keine synthetischen ETFs mögen, werden solche nicht für das Portfolio zugelassen.

Das WIE und WAS nachhaltiger Geldanlage (konzeptionell)



Gleichgewichtete Portfoliobildung mit Rebalancierung

Insgesamt haben wir anfangs 13 ETFs gefunden, die unseren SDG-Anforderungen 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 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 sie generiert wurde.

Megatrend-Portfolio ohne Trendprognosen

Wenn man sich die Zusammensetzung des Startportfolios aus 2019 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 Megatrendprognosen benötigt, da die Marktsegmente konzeptionell aus den SDG abgeleitet wurden und nicht aus Trendprognosen.

Die Aussagekraft von Rückrechnungen ist begrenzt, auch wenn sie bei regelbasierten besser sein sollte als bei diskretionären Portfolios. Da viele der genutzten ETFs noch ziemlich jung sind, haben wir gar keine Rückrechnung gemacht. Wir haben dieses Portfolio also rein konzeptionell ohne Prognosen und Rückrechnungen entwickelt.

ETFs: Nachhaltige Kriterien 2023

Selektionskriterien:

| |
|--------------------------------|
| UCITs |
| Deutsche Börsennotiz |
| Physische Replikation |
| Artikel 9 SFDR |
| E/S/G Rating >50 BiU |
| (SDG-Rating >40) |
| (Max 1= in Top 5) |
| (Max 5% neg. Rule-of-Law) |
| (Cap max 15 Mrd. EUR) |
| Höchster ESG-Score |
| Niedrigste TER |

Nur für SDG ETF-Portfolios

Soehholz ESG
Pure & SDG & Custom Portfolios

SDG ETF-Portfolio 2023: 9 Artikel 9 ETFs von 5 Anbietern

Pro Zielmarktsegment (z.B. europäische Aktien oder Infrastrukturaktien) wird ab Anfang 2022 auch für das SDG ETF-Portfolio erstmals das Nachhaltigkeitsfonsdrating von Clarity.ai genutzt (seit 2023 auch nach Best-in-Universe Ansatz). Dabei sind nur ETFs zulässig, bei denen das E, S und G Rating zum Selektionszeitpunkt bei mindestens 50 liegt. Neu ist auch, dass ETFs mit einer Allokation >5% zu einem unerwünschten Land nach Rule-of-Law nicht zulässig sind¹⁶⁸. Das betrifft faktisch nur die Allokationen zu China und Brasilien in einigen potenziellen SDG ETFs. Seit 2023 sind zudem nur noch nach Artikel 9 klassifizierte ETFs zulässig (die detaillierten Regeln siehe 2.2.2.).

¹⁶⁸ Diese Grenze lag in 2022 noch bei 10%

Um Überschneidungen von Portfolios zu reduzieren, sind für SDG-ETF Portfolios nur ETFs zulässig mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung <15 Mrd Euro¹⁶⁹, d.h. in der Regel unterhalb der Grenze für Largecaps. Es wird der ETF mit dem höchsten E, S oder G Durchschnittsrating (ab 2023) selektiert, der weitere Kriterien wie Replikationsmethode (physisch), Währung und Ausschüttungsart, die je nach Geschäftspartner unterschiedlich sein können, erfüllt¹⁷⁰. Sofern mehrere ETFs alle hier aufgeführten Kriterien in gleichem Maße erfüllen, wird der ETF mit der niedrigsten Total Expense Ratio (TER) selektiert. Zusätzlich wird die Überschneidung zwischen zwei ETFs auf maximal eine Aktie in den Top 5 Aktien limitiert. Außerdem wird in Bezug auf das Gesamtportfolio darauf geachtet, dass keine Aktie mehr als zweimal unter den 5 Top Positionen vertreten ist (detaillierte Regeln siehe 2.2.2.).

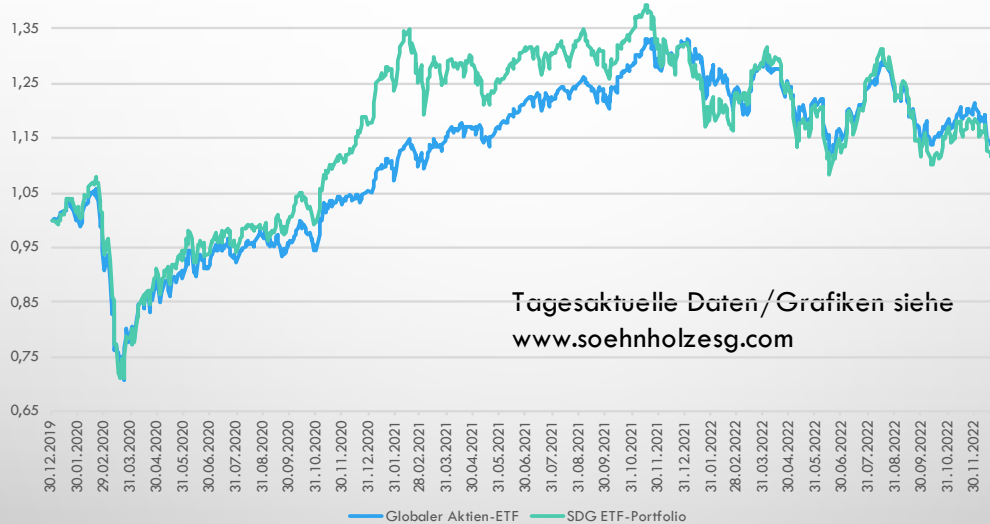
Das **SDG ETF-Portfolio Trend** wurde Ende 2020 gestartet und nutzt die Trendfolgesystematik des ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend.



¹⁶⁹ 10 Mrd. EUR in 2022

¹⁷⁰ Zu den konkreten Regeln für die Modellportfolio auf www.soehholz.esg.com vgl. die generellen ETF-Regeln weiter oben

Gute Performance des SDG ETF-Portfolios



Hinweis: Die Werte vorPortfolio können sowohl steigen als auch fallen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit bietet keine Garantie für die zukünftige Entwicklung des Wertes einer Anlage.



3. Direktes ESG Aktienkonzept: ESG und SDG Portfolios und investierbare ESG Indizes

3.1. Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung

ESG-Investments¹⁷¹ nutzen Umwelt- (E), Sozial- (S) und Unternehmensführungs- bzw. Governance- (G) Kriterien für die Portfoliobildung. Research zeigt, dass ESG- bzw. SRI- Anlagen meist weder niedrigere Renditen noch höhere Risiken bringen als klassische Investments¹⁷².

Zum Portfoliostart Ende 2016 waren ESG-Anlagen bei deutschen Privatkunden noch relativ wenig vertreten. Bei institutionellen Anlegern fand man sie jedoch auch in Deutschland schon öfter. Nach

¹⁷¹ ESG steht für Environment(al) (E), Social (S) und Governance (G). Manchmal lautet die Bezeichnung auch SRI für Socially Responsible Investments. Genauere und weitere Definitionen siehe Söhnholz/Frank 2018

¹⁷² Die meisten Untersuchungen beziehen sich auf Aktien, s. Friede/Busch/Bassen 2016 und Whelan/Atz/VanHolt/Clark 2021

strengen treuhänderischen Kriterien, die für zunehmend mehr institutionelle Anleger gelten, kann die Nutzung von ESG Kriterien sogar verpflichtend sein. Aber auch für Anleger ohne treuhänderische Pflichten gibt es ein großes Potential: Warum sollte man traditionell anlegen, wenn man nach ESG Kriterien anlegen kann, ohne Nachteile zu haben?

Es gibt Gründe, warum es 2015 noch nicht mehr ESG Portfolios für deutsche Privatkunden gibt. So gibt es keinen Konsens darüber, welche ESG Methode genutzt werden sollte¹⁷³. Man kann z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen. Bei fast allen Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern jedoch auch Gegner finden: Braucht man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus? Sollen Waffenhersteller grundsätzlich 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? Was ist mit Alkohol, den man in geringem Umfang genießen kann, ohne sich zu schaden. Sollen Kirchen gegen Alkohol im Portfolio sein, obwohl ihnen Weingüter und Bierbrauereien gehören? Sollen Lotterien und Glücksspielanbieter legal sein, weil sie viele Steuereinnahmen bringen? Soll Tabakkonsum aus steuerlichen Gründen oder weil eine frühe Sterblichkeit die gesellschaftlichen Gesundheitskosten senken kann, zugelassen werden?

In westlichen Ländern wird kaum ein börsennotiertes Unternehmen illegale Drogen anbieten. Aber einige Drogen sind z.B. in den Niederlanden und neuerdings auch in den USA aufgrund von nachvollziehbaren Gründen legal. Sollen diese aus ESG-Portfolios 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. Deshalb 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 aggregierten ESG-Ratings noch viele ESG-Unzulänglichkeiten finden, weil schlechte Einzelscores z.B. für Soziales oft durch gute andere Scores z.B. für Governance kompensiert werden können.

Als weiteren Ansatz kann man deshalb 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 so lange ausschließen, bis sie für den Anleger akzeptabel werden. „Engagement“ wird oft von

¹⁷³ Wir nutzen eine individualisierte Version des DVFA PRISC Modells, Details siehe Kapitel 6

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 vielen Jahren systematisch erhoben und sind käuflich erwerbbar. Allerdings sind ESG-Daten oft teuer und selten einfach auszuwerten. Gerade Anleger mit relativ geringen Anlagevolumina müssen deshalb bisher auf standardisierte ESG-Produkte ausweichen¹⁷⁴.

3.2. Umsetzung verantwortungsvoller Aktienportfolios

Zumindest für Aktien zeigen die meisten Studien, dass verantwortungsvolles Anlegen nicht mit niedrigeren Renditen oder höheren Risiken verbunden ist¹⁷⁵. Zwar ist die Auswahl an „verantwortungsvollen“ Titeln geringer als die aller Titel, aber es gibt aufgrund der Vielzahl angebotener Aktien typischerweise keine erheblichen Diversifikationsnachteile. Liquiditäts- und Kapitalisierungskriterien oder Anforderungen an bestimmte Finanzdaten bzw. -kennzahlen schränken Portfoliomanager auch und teilweise viel stärker ein, werden aber selten so kritisch wie ESG-Kriterien hinterfragt.

Im ersten Schritt war unser Ziel, gute „verantwortungsvolle“ Portfolios zu erstellen für attraktive Marktsegmente, für die es noch keine anerkannten „verantwortungsvollen“ ETFs gab. Als erste Segmente wurden deshalb deutsche Aktien, weltweite Infrastruktur und Immobilititel identifiziert. Deutsche Aktien wurden gewählt, weil das für einen deutschen Anbieter naheliegt. Bis 2018 gab es unseres Wissens zumindest keinen in Deutschland öffentlich angebotenen Publikumsfonds, der E, S und G Kriterien als wichtigste Filter für die Selektion deutscher Aktien nutzt. Es gibt allerdings Fonds, die ökologische Kriterien nutzen und teilweise auch soziale. Nach unseren Untersuchungen sind bzw. waren lange Zeit aber Governance-Faktoren besonders wichtig für ESG-Renditen und Risiken¹⁷⁶.

Mit alternativen Anlagesegmenten wie Private Equity, Hedgefonds, Rohstoffen, Infrastruktur und Immobilien haben wir uns bereits jahrelang beschäftigt. Hedgefonds sind keine eigene Anlageklasse und es gibt nur wenige börsennotierte Titel. Letzteres gilt auch für Private Equity. Außerdem sind auch Aktienanlagen in den beiden Segmenten mit hohen Kosten verbunden. Rohstoffe werden von vielen ESG-Anlegern aus diversen Gründen kritisiert. Immobilien und

¹⁷⁴ Seit einiger Zeit gibt es auch kostenlose ESG-Daten für Privatanleger, aber diese sind meist nur als aggregierte ESG-Scores verfügbar oder nur aufwendig auszuwerten, siehe www.yoursri.com, S-Ray von Arabesque und neuerdings auch ESG-Ratings von MSCI

¹⁷⁵ Siehe Friede/Busch/Bassen 2016 und Whelan/Atz/VanHolt/Clark 2021

¹⁷⁶ Siehe Söhnholz 2014

Infrastruktur¹⁷⁷ sind aber große Anlagesemente bzw. separate Anlageklassen mit einer ausreichenden Zahl attraktiver Aktien, für die es unseres Wissens bis 2018 noch keine konsequent nach ESG Kriterien gebildete Publikumsfonds gibt. Deshalb standen Infrastrukturaktien sowie Immobilienaktien und REITs¹⁷⁸ für uns neben deutschen Aktien an erster Stelle für Portfoliobildungen.

3.3. Das Vorgehen für die ESG Aktienportfolios

Da es sich bei den Zielsegmenten um relativ kleine Universen in Bezug auf die Anzahl börsennotierter Aktien handelt und die Portfolios auch für „Selbstbediener“ geeignet sein sollen, erfolgt eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere pro Segment. Es sollten immer mindestens 15 Titel in einem Portfolio enthalten sein, um eine gewisse Mindestdiversifikation zu erreichen¹⁷⁹. Die Titel sollen zu Jahresanfang ungefähr gleichgewichtet in das Portfolio aufgenommen werden. Zu jedem Jahreswechsel erfolgt eine neue Selektion der Titel auf Basis der definierten Selektionskriterien. Titel aus dem Vorjahr, die im Portfolio verbleiben, werden wieder auf Gleichgewicht rebalanciert. Unsere bisherige Erfahrung mit gleichgewichteten Portfolios mit jährlichem Rebalancing ist sehr positiv.

Die Titel sollen konsequent nach ESG-Kriterien selektiert werden. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist deshalb nicht nur ein Zusatzkriterium wie bei anderen Fonds. In solchen Fonds können Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil diese durch besseres Abschneiden bei anderen (nicht-ESG) Kriterien kompensiert wird.

Wir stellen zudem jeweils Mindestanforderungen an die Ratings für E, S und G separat, damit schlechte Werte bei einem dieser Kriterien nicht durch gute Werte bei einem anderer dieser Kriterien kompensiert werden können. Das Vorgehen bei der Titelselektion orientiert sich an unseren bisherigen Erfahrungen mit ESG-Portfolios¹⁸⁰.

¹⁷⁷ Wir nutzen möglichst „Pure Play“ bzw. Kern-Infrastrukturaktien („Netze und Knoten“) aus den Bereichen Energie, Wasser, Transport und Telekommunikation und erst ab 2022 auch Sozialinfrastruktur und Energieproduktion sowie auf diese Segmente spezialisierte Lieferanten, um genügend Wertpapiere zu finden, die unseren strengen Nachhaltigkeitsanforderungen entsprechen

¹⁷⁸ Real Estate Investment Trusts sind meist aktienähnliche Fonds mit hoher Regulierung, insbesondere Ausschüttungsanforderungen

¹⁷⁹ Untersuchungen zeigen, dass Segmentportfolios aus circa 15 Aktien ausreichend diversifiziert sein können. vgl. [30 stocks, if responsible, are all I need - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](https://www.prof-soehnholz.com)

¹⁸⁰ Siehe Söhnholz 2014 und die Nutzung von ESG-Kriterien im Portfoliomanagement bei Veritas Investment für die Fonds Ve-RI Equities Europe seit 3/13, Ve-RI Listed Real Estate seit 10/13 und Ve-RI Listed Infrastructure seit 5/14

Wie in den Vorjahren gibt es auch für 2023 wieder einige Regeländerungen. Ziele der Regeländerungen sind höhere Nachhaltigkeit bei gleichzeitiger weiterer Vereinfachung und Vereinheitlichung der Regeln.

Auf Basis eines möglichst großen Universums von Titeln mit ESG-Score¹⁸¹ werden folgende Kriterien genutzt:

1. Stufe ist die Festlegung des Selektionsuniversums: Wir nutzen dafür alle Aktien eines Datenanbieters mit ESG-Ratings für etwa 30.000 Aktien.
2. Stufe: Es muss ein zu den Top 50% gehörendes¹⁸² E, S und G Score bzw. Rating (Best-in-Universe Rating eines global aktiven ESG-Ratinganbieters (aktuell genutzt: Clarity.ai¹⁸³) vorliegen. Zusätzlich sollen die E, S und G Ratings bei einem zweiten Ratinganbieter nicht zu den jeweils schlechtesten 25% gehören (Arabesque).
3. Stufe sind „Länderausschlüsse“: Unternehmen mit Hauptsitz oder Haupt-Börsennotiz aus Ländern, die nicht zu den 40% der Länder mit dem besten Rule-of-Law Scoring gehören, werden ausgeschlossen¹⁸⁴.
4. Stufe ist die Nutzung von angebotsorientierten Ausschlusskriterien¹⁸⁵: Ausgeschlossen werden alle Unternehmen, mit bekannten Aktivitäten (0% Toleranz) in den Bereichen

¹⁸¹ Aktuell deckt unser primärer Ratinganbieter fast dreissigtausend Aktien ab

¹⁸² Dabei nutzen wir einen sogenannten Best-in-Universe Ansatz, d.h. die Ratings müssen zu den jeweils besten aller vom Anbieter gerateten Aktien gehören, unabhängig von Branchen, Ländern etc.. Die Skalierung der Ratings von 0 bis 100 wird von unserem (wie von den meisten) Datenanbieter aber teilweise Segment- bzw. branchenspezifisch adjustiert. Anders als bei anderen Portfolios werden aber durch separate Mindestanforderungen an E, S und G keine unterschiedlichen Gewichte für diese drei Bestandteile z.B. je nach Anlagesegment/Branchen genutzt.

¹⁸³ Scoring-Profil: Genutzt werden BiU Ratings aller Aktien mit ESG Datenrelevanz von mindestens 25%. Allen anderen Firmen wird bei ESG Risk und Policies ein Score für jeden fehlenden Datenpunkt zugeordnet, der dem 1% Perzentile der Subindustrie entspricht bzw. ein Wert von 1 bei Policies.

¹⁸⁴ vgl. <https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators#>. So werden auch für 2023 zum Beispiel Brasilien, Indien, China, Russland, Südafrika, Türkei, Argentinien, Mexiko und Indonesien sowie neu Italien ausgeschlossen. Ausschlüsse richten sich nach primärer Börsennotiz und Hauptsitz des Unternehmens. So können Unternehmen ins Portfolio kommen, die in Hongkong gelistet sind und dort ihren Hauptsitz haben, die aber überwiegend in China tätig sind. Die Handelsbedingungen für Aktien können je nach Depotbank und z.B. steuerlichen Anforderungen von Anlegern auch für die grundsätzlich zugelassenen Länder suboptimal sein. Anleger werden deshalb aufgefordert, mögliche Nachteile vor dem Kauf der jeweiligen Aktien zu prüfen..

¹⁸⁵ Ausschlüsse können fehlerhaft gemessen bzw. dokumentiert sein. So könnten z.B. nicht explizit ausgeschlossene Verlage durchaus „Erwachsenenunterhaltung“ veröffentlichen, ohne dass das entsprechend erfasst wurde. Gesundheitsfokussierte Tierversuche, genetisch veränderte Organismen sowie Empfängnisverhütung z.B. sind nicht explizit ausgeschlossen. Für individuelle Portfolios sind aber weitere Ausschlüsse möglich.

Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Waffen, Atomenergie, fossile Brennstoffe und Energien, grausamen oder kosmetikbezogenen Tierversuchen¹⁸⁶, Schweine- und Rindfleisch, Leder und Felle, embryonale Stammzellenforschung und unethische Kreditvergaben¹⁸⁷. Nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden Empfängnisverhütung und Abtreibung, Agrochemie, medizinische Tierversuche, genetisch manipulierte Organismen, Cannabis und Stammzellenforschung.

5. Stufe ist Verlustbegrenzung: Von den verbleibenden Aktien werden zusätzlich die 25% mit den höchsten Kursverlusten in den letzten 12 Monaten ausgeschlossen¹⁸⁸.
6. Stufe: In dieser Stufe werden Aktien von Unternehmen deselektiert, bei denen Übernahmen oder Delistings angekündigt sind oder es andere Anzeichen dafür gibt, dass ihre Aktien sehr wahrscheinlich nur noch weniger als ein Jahr im Portfolio bleiben könnten.
7. Stufe: Alle verbleibenden Aktien werden den Zielportfolios (Marktsegmenten bzw. Ländern und SDG) zugeordnet.
8. Stufe: Für SDG-Portfolios sind nur Aktien zulässig, die im SDG-Rating des primären Ratinganbieters mindestens 40% erreichen.
9. Stufe ist Doppelungsvermeidung anhand von Governance-Rankings: Unsere Portfolios sollen idealerweise 30, mindestens aber 15 Aktien beinhalten, um eine ausreichende Diversifikation zu ermöglichen¹⁸⁹. Sollten nach der letzten Selektionsstufe noch mehr als 30 Titel für ein geplantes Portfolio zur Verfügung stehen, werden zunächst Doppelungen (gleiches Land des Unternehmenssitzes und gleiches Marktsegment nach der granularsten

¹⁸⁶ Für den FutureVest Equities SDG R werden zusätzlich alle Tierversuche und genetisch manipulierte Organismen ausgeschlossen

¹⁸⁷ Für die Ausschlußprüfung werden nur Informationen des primären Ratingsanbieters genutzt.

¹⁸⁸ Für 2023 liegt der Grenzwert bei fast 50%. Grund für die Nutzung dieses Kriteriums: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche (z.B. Nachhaltigkeits-)Probleme des Unternehmens. Dafür nutzen wir „Drawdown from a previous peak“ in der analysierten Periode, also den Abstand zwischen niedrigstem und höchstem Kurs der letzten 12 Monate, sofern der niedrigste auf den höchsten Kurs folgt. Meistens wird das Kapitalmarktrisiko aber in Form von Volatilität gemessen. Davon halten wir konzeptionell wenig. Hohe Verluste schmerzen Anleger meist mehr als hohe Volatilitäten, die auch bei grundsätzlich steigenden Kursen auftreten können. Außerdem zeigt sich, dass Wertpapierrangordnungen nach „max. Loss“ sich kaum von volatilitätsabhängigen Rangordnungen unterscheiden (siehe Schuhmacher/Eling 2010). Zudem kann man feststellen, dass Aktien mit geringen Risiken nicht unbedingt geringere Renditen haben als Aktien mit hohen Risiken. Das ist t.w. mit Behavioral-Finance Ansätzen erklärbar, siehe dazu Low-Vola oder Low-Beta „Anomalie“-Diskussionen.

¹⁸⁹ Ausnahme ist das Global Equities ESG S Portfolio, für das nur die besten 5 Titeln nach Governancerating genutzt wird.

vorliegenden Definition) eliminiert¹⁹⁰. Bei mehr als einem Wertpapier pro Land und Marktsegment wird dabei der Titel mit dem höchsten Governance-Score für das Portfolio selektiert.

Die Titel im Portfolio werden zum Portfoliostart gleichgewichtet. Zu Jahresende wird nach der Bestimmung der neuen Portfolios wieder möglichst auf Gleichgewicht rebalanciert¹⁹¹. Unterjährig erfolgen nur Anpassungen, wenn diese aus technischen Gründen erforderlich sind. D.h. wenn z.B. eine Aktie von der Börse genommen wird¹⁹², wird diese Aktie aus dem Musterportfolio entfernt. Wenn ein Titel unterjährig gegen ein Selektions- oder Ausschlusskriterium verstößt, werden Modellportfolios typischerweise nicht verändert¹⁹³.

Aufgrund der breiten Basis von Unternehmen mit ESG-Daten finden sich viele Mid- und Smallcaps in den jeweiligen Portfolios¹⁹⁴.

¹⁹⁰ Ausnahmen: Für Länder- und branchenspezifische Portfolios sind Mehrfachbesetzungen zulässig und für die USA Doppelungen, weil das Land wirtschaftspolitisch so bedeutend ist

¹⁹¹ Modellportfolios werden auf Gleichgewicht rebalanciert, Kundenspezifische Portfolios annähernd auf Gleichgewicht, FutureVest Equities Sustainable Development Goals R

¹⁹² D.h. wenn die Aktie effektiv nicht mehr handelbar ist

¹⁹³ Das bedeutet, dass ein Anleger über einen Zeitraum von maximal einem Jahr einen oder sehr wenige Titel im Portfolio halten kann, die nicht erwünscht sind. Die Wahrscheinlichkeit, dass mehrere Aktien unterjährig gegen ESG-Ausschlusskriterien verstoßen, halten wir für sehr gering. Im Fonds und kundenspezifischen Portfolios können Ersetzungen erfolgen wenn Nachrücker vorhanden sind, die alle Selektionskriterien erfüllen.

¹⁹⁴ Die durchschnittliche Marktkapitalisierung der für 2021 selektierten Aktien beträgt knapp 19 Milliarden Euro, der Median etwas unter 7 Milliarden. Nur 12 Unternehmen haben über 100 Milliarden Marktkapitalisierung und von den größten Unternehmen der Welt ist nur Microsoft vertreten. Für 2022 liegt der Median etwas über 10 Mrd. Euro und mit Mastercard und United Health haben nur zwei Unternehmen über 200 Mrd. Marktkapitalisierung. Für 2023 wurde die Marktkapitalisierung wegen Datenmangel nicht mehr analysiert.

Aktienselektionsprozess 2023

- 1) Alle Titel mit genügend E, S und G Daten (ca. 16tsd)
- 2) Environment, Sozial und Governance (ESG) BiU Rating jeweils Top 50% (Zusätzlich darf kein Wertpapiere bei einem zweiten Ratinganbieter BiC zu den jeweils schlechtesten 25% gehören): Ca. 2.300 Aktien
- 3) Beste 40% Länder nach Rule of Law (ohne Italien, Brasilien, Indien, China, Russland etc.): Ca. 1.900 Aktien
- 4) 100% Ausschlüsse: Alkohol ,Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kohleabbau, fossile und nukleare Energieproduktion, Rind - und Schweinefleisch, Felle und Pelze, grausame/kosmetische Tierversuche, Waffen, unethische Kredite: Ca. 700 Aktien
- 5) Risikoausschluss von 25% nach maximalem 12 -Monatsverlust: 530 Aktien

Für SDG-Portfolios zusätzlich: SDG Rating min. 40 + MarktsegmentFilter (v.a. Gesundheit, nachhaltige Energie, Infrastruktur): 48 Aktien



3.4. Deutsche Aktien ESG, Infrastructure ESG und Real Estate ESG (alle 30.12.2016), Global Equities (S) ESG (beide 31.5.2017)

Ende 2022 erfüllten nur 15 statt der angestrebten 30 deutschen Aktien¹⁹⁵ alle unsere Anforderungen. Das Portfolio besteht 2023 fast nur aus Mid- und Smallcaps.

Für das Universum „Globale Infrastrukturaktien“ nutzen wir vorzugsweise Aktien der Kategorie „Basic“ bzw. „Core“ Infrastruktur, also die Eigentümer und Betreiber von Infrastrukturnetzen und -Knoten bzw. monopolartige Anbieter von öffentlichen Transport-, Wasser-, Energie- und Kommunikationsservices und ab 2022 auch Sozialinfrastruktur und Zulieferer mit Fokus auf Kern-

¹⁹⁵ Das Universum „Deutsche Aktien“ umfassen alle Stammaktien mit Hauptsitz in Deutschland und der Haupt-Börsennotiz (Primary Listing) in Deutschland

Infrastruktur¹⁹⁶. 2016 erfüllten 28 Aktien alle Anforderungen, 2019 fünfzehn, 2020 dreißig, 2021 neunzehn und 35 in 2022 sowie 30 in 2023. Die regionale Diversifikation ist gut: 12 der aktuellen 30 Unternehmen haben ihren Hauptsitz in den USA, andere Länder sind mit maximal 4 Aktien vertreten. Sieben Aktien sind dem Segment Soziales/Gesundheit zuzuordnen, aber insgesamt ist die Branchendiversifikation relativ.

Das zulässige Immobilienuniversum beinhaltet Immobilienaktien und Equity-REITs¹⁹⁷, aber keine Mortgage REITs und möglichst ohne nach deutschem Investmentrecht als Investmentfonds angesehene REITs¹⁹⁸. Die USA haben einen Anteil von knapp unter 50% und die restlich regionale sowie die sektorale Diversifikation sind gut. 2023 erfüllen 21 Aktien alle unsere Anforderungen.

3.5. Rückrechnungen der ersten ESG Aktienportfolios

Rückrechnungen wurden nur in 2016/2017 und nur für die ersten Portfolios vorgenommen. Die relativ geringe Zahl von Aktien mit ESG-Ratings hat dazu geführt, dass wir unsere ursprünglich geplanten ESG-Anforderungen reduzieren mussten, um genug Titel für das Portfolio übrig zu behalten¹⁹⁹.

Außerdem werden 1,19%²⁰⁰ an Pauschalgebühren für Beratung und Management pro Jahr angenommen und entsprechend abgezogen. Alle anderen Parameter wurden wie für die ETF Portfoliorückrechnungen gewählt²⁰¹.

Für die Rückrechnungen der Portfolios wurden zudem einige weitere umsetzungstechnisch relevante Annahmen getroffen, um eine realistische Umsetzung in realen Portfolios für Anleger aus dem Euro-Raum zu reflektieren.

¹⁹⁶ Bei Sozialinfrastruktur und Energieproduktion handelt es sich oft um typische privatwirtschaftliche Unternehmen in mehr oder weniger wettbewerbsintensiven Branchen, während Kern-Infrastruktur Unternehmen in hochregulierten Branchen mit wenig direktem Wettbewerb (monopolartige Strukturen) umfasst. Bei Sozialinfrastruktur und Zulieferern sind zudem meist weit geringere Investitionen nötig als bei anderen Infrastruktursegmenten; siehe z.B. Jakob 2012

¹⁹⁷ Real Estate Investment Trusts sind in der Regel steuerbegünstigte, ausschüttungspflichtige Immobilienaktien, t.w. in fondsähnlicher Struktur.

¹⁹⁸ Es werden nur als „Ordinary Shares“ klassifizierte REITs berücksichtigt. Depotbanken nehmen t.w. Unterscheidungen nach anderen Kriterien vor.

¹⁹⁹ Das konnte später auf den o.g. 50% Standard erhöht werden

²⁰⁰ 1,16% von Juli bis Dezember 2020. Für Trendfolgeportfolios werden aufgrund zusätzlicher erwarteter Transaktionen insgesamt 2% p.a. abgezogen.

²⁰¹ Für die Rückrechnungen wurde zum jeweiligen Jahreswechsel ein volles Rebalancing auf Gleichgewichtung ausgeführt, was zu nennenswerten Veränderungen der Anlagesegmente (Branchen und für globale Portfolios auch Länder) führen kann

3.5.1. Deutsche Aktien ESG Portfolio

| | Rendite | Titelanzahl |
|------|---------|-------------|
| 2008 | -46,46% | 17 |
| 2009 | 29,02% | 18 |
| 2010 | 24,18% | 17 |
| 2011 | -15,59% | 16 |
| 2012 | 28,82% | 16 |
| 2013 | 27,43% | 18 |
| 2014 | 1,14% | 21 |
| 2015 | 15,32% | 20 |
| 2016 | 1,28% | 23 |

| | |
|-------------------|--------|
| Rendite | 40,4% |
| Rendite p.a. | 3,84% |
| Volatilität | 24,9% |
| Sharpe Ratio (0%) | 0,15 |
| Max Loss | -60,0% |

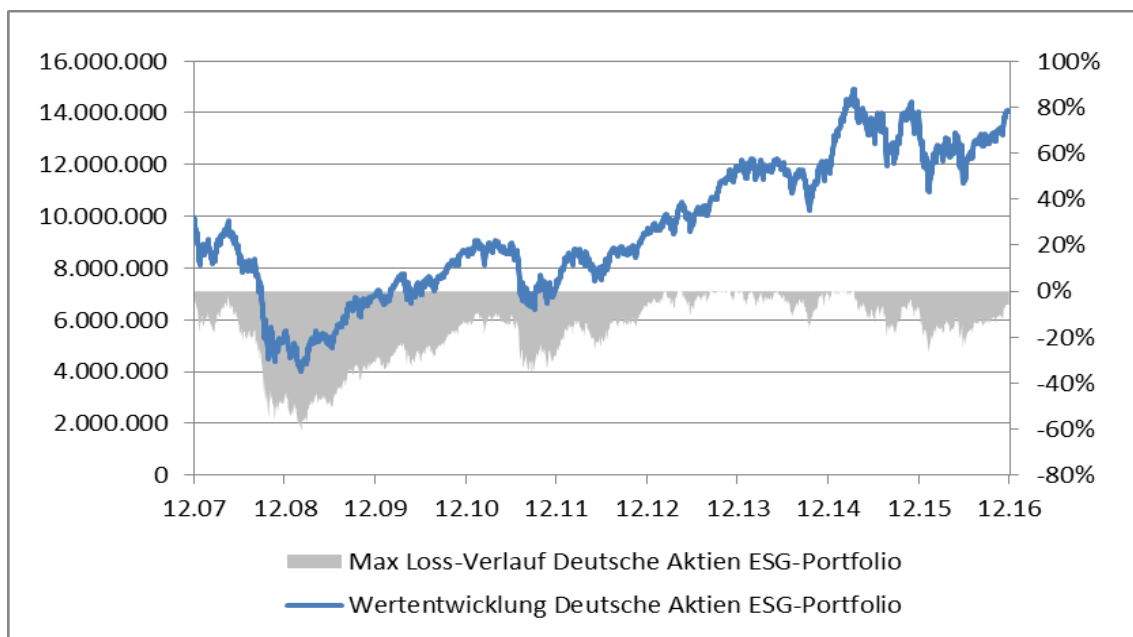


Chart 1: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Deutsche ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung zum jeweiligen Jahreswechsel.

3.5.2. Infrastrukturaktien ESG Portfolio

| | Rendite | Titelanzahl |
|-------------|---------|-------------|
| 2008 | -43,04% | 18 |
| 2009 | 26,79% | 24 |
| 2010 | 12,65% | 29 |
| 2011 | -6,25% | 30 |
| 2012 | 9,01% | 30 |
| 2013 | 27,38% | 30 |
| 2014 | 22,82% | 29 |
| 2015 | 2,69% | 30 |
| 2016 | -3,34% | 30 |

| | |
|-------------------|--------|
| Rendite | 29,1% |
| Rendite p.a. | 2,88% |
| Volatilität | 16,2% |
| Sharpe Ratio (0%) | 0,18 |
| Max Loss | -48,4% |

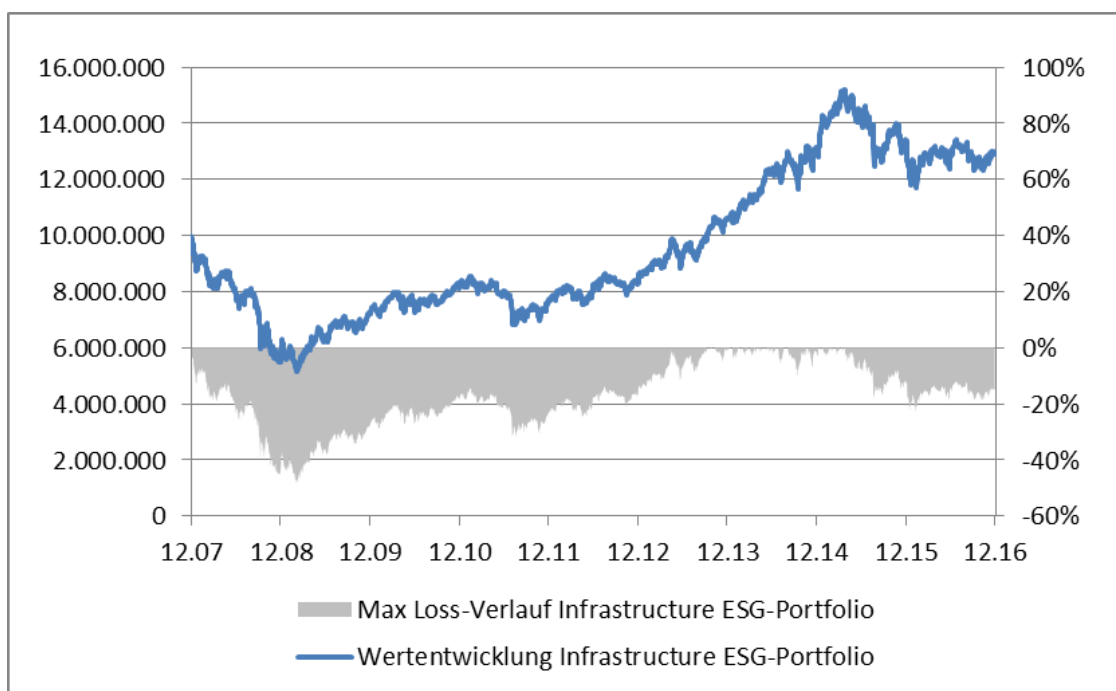


Chart 2: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Infrastruktur ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung zum jeweiligen Jahreswechsel.

3.5.3. Immobilienaktien/REIT ESG Portfolio

| | Rendite | Titelanzahl |
|------|---------|-------------|
| 2008 | -37,91% | 17 |
| 2009 | 26,42% | 20 |
| 2010 | 22,92% | 24 |
| 2011 | -5,77% | 24 |
| 2012 | 26,73% | 29 |
| 2013 | 4,92% | 30 |
| 2014 | 29,44% | 30 |
| 2015 | 7,52% | 30 |
| 2016 | -10,13% | 30 |

| | |
|-------------------|--------|
| Rendite | 51,2% |
| Rendite p.a. | 4,70% |
| Volatilität | 23,1% |
| Sharpe Ratio (0%) | 0,20 |
| Max Loss | -54,5% |

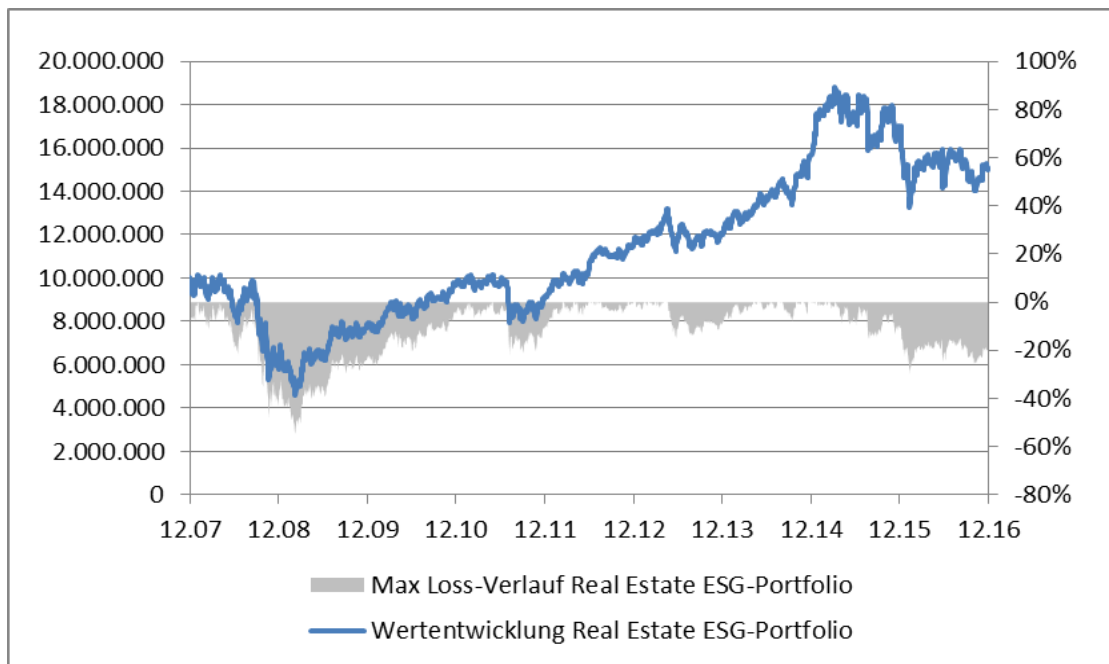


Chart 3: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Immobilien/REIT ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung zum jeweiligen Jahreswechsel.

3.5.4. Global Equities ESG Portfolio

| | Rendite | Titelanzahl |
|--------------|---------|-------------|
| 2008 | -51,70% | 30 |
| 2009 | 34,44% | 30 |
| 2010 | 20,24% | 30 |
| 2011 | -6,37% | 30 |
| 2012 | 17,25% | 30 |
| 2013 | 23,55% | 30 |
| 2014 | 14,78% | 30 |
| 2015 | 9,36% | 30 |
| 2016 | 9,30% | 30 |
| 2017* | 3,26% | 30 |

| | |
|--------------|-------|
| Rendite | 50,1% |
| Rendite p.a. | 4,40% |
| Volatilität | 22,0% |

| | |
|-------------------|--------|
| Sharpe Ratio (0%) | 0,20 |
| Max Loss | -63,6% |

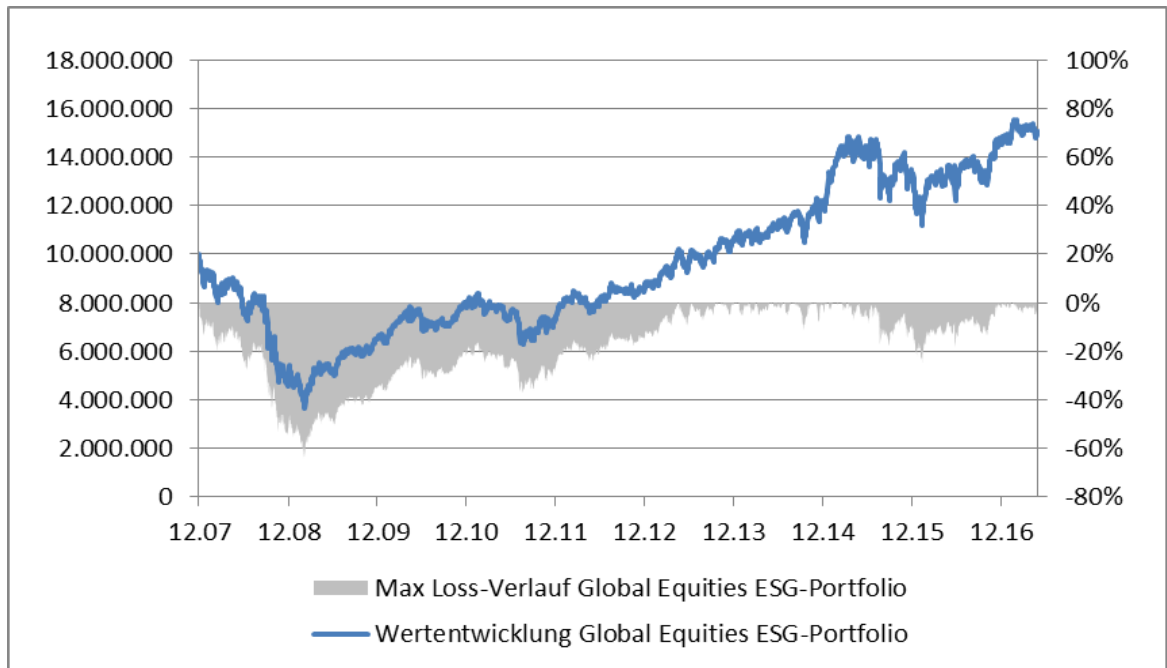


Chart 4: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Global Equities ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung zum jeweiligen Jahreswechsel.

3.5.5. Global Equities ESG S Portfolio

| | Rendite | Titelanzahl |
|--------------|---------|-------------|
| 2008 | -45,47% | 5 |
| 2009 | 64,69% | 5 |
| 2010 | 29,68% | 5 |
| 2011 | -4,73% | 5 |
| 2012 | 15,76% | 5 |
| 2013 | 29,89% | 5 |
| 2014 | 23,99% | 5 |
| 2015 | 18,90% | 5 |
| 2016 | 29,09% | 5 |
| 2017* | -1,95% | 5 |

| | |
|--------------|--------|
| Rendite | 211,3% |
| Rendite p.a. | 12,82% |
| Volatilität | 24,6% |

| | |
|-------------------|--------|
| Sharpe Ratio (0%) | 0,52 |
| Max Loss | -53,2% |

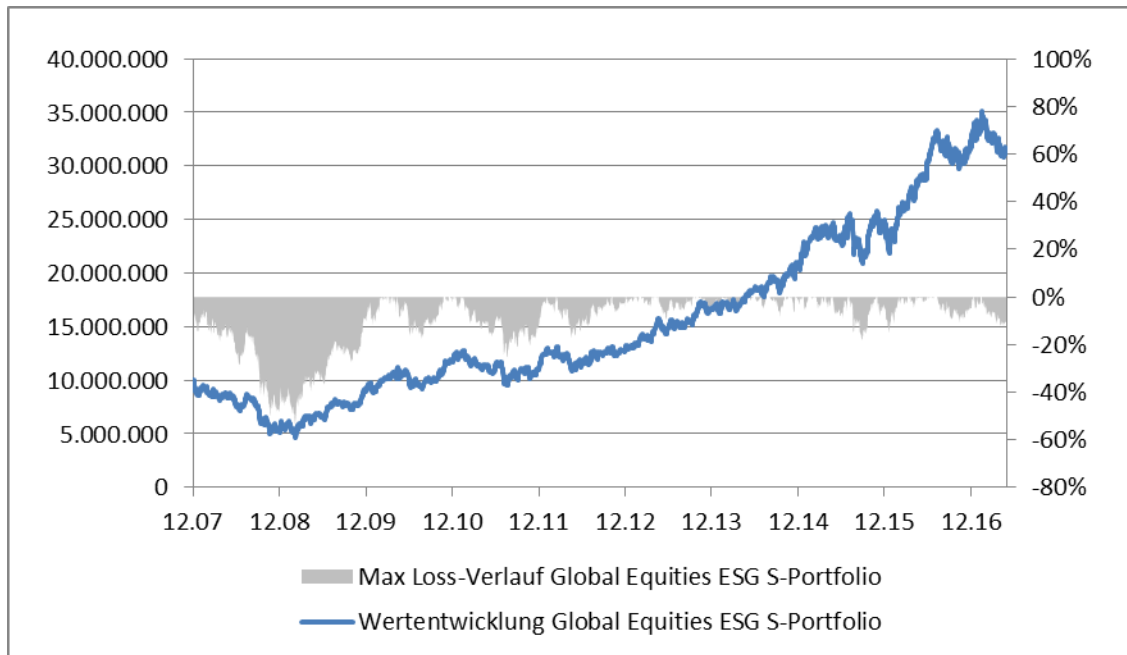


Chart 5: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Global Equities ESG S-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung zum jeweiligen Jahreswechsel.

3.6. Regelmäßiges Monitoring und Portfolioänderungen²⁰²

Technische Anpassungen, z.B. Liquidationen von Aktien, Verschmelzungen oder Übernahmen, werden automatisch in den Depots der Anleger umgesetzt bzw. Anleger werden von ihren Banken bzw. Beratern/Verwaltern über solche Änderungen informiert. Für Liquidität aus solchen Anpassungen bzw. auch Ausschüttungen von Wertpapieren im Portfolio erfolgen unterjährig normalerweise keine Ersatzanlagevorschläge²⁰³.

²⁰² siehe dazu auch Kapitel 6.

²⁰³ Für institutionelle Anleger ist ein solcher Service jedoch möglich

Jährlich erfolgt eine systematische Überprüfung der anderen Kriterien (Ausschlüsse, ESG-Scores, Low Risk)²⁰⁴ und Rebalancing auf Gleichgewicht.

3.7. Vorgehen für investierbare ESG Indizes (Offline-Start September 2017)

Das Vorgehen der ESG-Aktienselektion kann auf weitere als auf die o.g. Marktsegmente angewendet werden. Daraus ist in 2017 auch das Konzept der investierbaren ESG-Indizes entstanden. Vereinfacht zusammengefasst werden alle Aktien, welche die Selektionskriterien für das globale ESG Aktienportfolio erfüllen, zu einem globalen ESG Universum zusammengeführt. In 2017 wurde die Zahl der zulässigen Titel auf 200 beschränkt, die nach Governancerating aus allen alten zulässigen Aktien ausgewählt wurden. Diese Zahl wurde Ende 2019 auf 400 erweitert, um die Unterindizes besser zu diversifizieren. Ende 2020 wurde dieses Limit ganz aufgehoben, so dass knapp 500 Aktien genutzt werden konnten. Anfang 2022 erfüllten etwas mehr als 600 Aktien alle Anforderungen, für 2023 sind es leicht über 500.

Aus den zunächst 200 Titeln wurden in 2017 insgesamt 16 investierbare ESG Indizes gebildet. Das waren 6 Länder- bzw. Regionenindizes: Welt (also alle 200 Titel), USA, Europa, Euroland, United Kingdom und Schweizer Aktien. Hinzu kamen neun Branchenindizes: Basiskonsumgüter, Finanzdienstleistungen, Gesundheit, Grundstoffe, Immobilien, Industrie, Nicht-Basiskonsumgüter, Technologie und Telekommunikation. Zunächst haben wir nur 5 Aktien für einen Index als Mindestgrenze definiert. Trotzdem gab es für 2019 nicht genug Aktien für den Deutschland- und für einen geplanten Ökoindex, die alle oben genannten Kriterien erfüllt haben²⁰⁵. Durch die Erweiterung des Universums von 200 auf 400 konnte für 2020 wieder ein Deutschland-Index (14 Titel) berechnet werden. Zusätzlich wurde ein neuer Asien-Pazifik Index (113) gebildet. Neu ist auch, dass der US-Index um den Nordamerika-Index ergänzt wurde. 2022 kam ein Sozialindex hinzu, der die Sozialaktien aus dem SDG-Index, nicht aber die Ökoaktien daraus enthält .

Ende 2020 haben wir die erforderliche Mindestpositionsanzahl für Indizes auf 15 erhöht. Durch die härteren Kriterien werden wir einige Indizes 2021 und wohl auch künftig nicht in jedem Jahr anbieten. Das gilt für z.B. für Schweizer (ohne 2021) und Grundstoff-Aktien (beide in 2021 nicht im

²⁰⁴ Unsere ESG Aktienportfolios haben sich in fast allen Portfolios und Perioden sehr gut bewährt, deshalb gibt es keine Risikogründe, ESG-Daten häufiger zu prüfen. Der Service wird aber separat angeboten und z.B. im Fonds umgesetzt.

²⁰⁵ Vor Ende 2020 gab es für die Infrastruktur, Immobilien und Deutschlandportfolios leicht gelockerte Regeln, um eine ausreichende Diversifikation zu erreichen.

Angebot). Die Indizes für Ökoaktien, den Telekom-, und den Versorgerindex haben wir dagegen ganz eingestellt wegen fehlender Anzahl der Mindestbestandteile in mehreren Jahren.

Künftig werden vor allem die folgenden Branchenindizes angeboten: Basis- und Nicht-Basis-Konsumgüter, Finanzdienstleistungen, Gesundheit, Grundstoffe, Immobilien, Industrie, und Technologie. Hinzu kommen drei Themenindizes, deren Komponenten sich mit den Branchenindizes überschneiden können: Infrastruktur, SDG und Sozial.

Insgesamt ergeben sich so für 2023 acht Regionen- und Länderindizes: Asien-Pazifik, Nordamerika, Europa, Euroland, UK, Schweiz und Deutschland,. Auf dieser Basis können weitere ESG Portfolios gebildet werden. Z.B. können Länder- und Branchenselektion von Anlegern miteinander kombiniert werden und einzelne Titel können ausgeschlossen werden (Direct oder Custom Indexing).

Unterjährig werden Indexpositionen, die z.B. von der Börse genommen werden, nicht ersetzt, sondern die entsprechende Position wird mit „Cash“ fortgeführt.

3.8. Der Global Equities ESG SDG Index (ab Ende 2017)

Es gibt zahlreiche Begriffe für Investments, die nicht ausschließlich gewinnorientierte Ziele haben. Für vor allem ökologisch orientierte Investments wird auch von nachhaltigen Kapitalanlagen gesprochen und für sozial orientierte auch von Socially Responsible Investments (SRI). Durch religiöse Normen geprägte Kapitalanlagen werden oft auch als „ethisch“ bezeichnet. Auch die relativ weiten und unbestimmten Begriffe „verantwortliche“ oder „verantwortungsvolle“ Kapitalanlagen werden genutzt. Durchzusetzen scheint sich aber die Bezeichnung ESG-Investments (Environment, Social, Governance) für Anlagen, die besonderen Wert auf ökologische, soziale und Unternehmensführungsqualität legen²⁰⁶.

Vor allem soziale Venture Capital Investments (Eigenkapital für Startups) bzw. Projektfinanzierungen werden oft als Impact oder Mission Investments bezeichnet, also als Investments, die einen positiven sozialen aber oft auch ökologischen Beitrag liefern sollen. Viele der so finanzierten Projekte bzw. Unternehmen werden ökonomisch nicht erfolgreich und 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. Das sind Umstände, die für traditionelle Kreditfinanzierungen oder Eigenkapitalinvestments oft nicht attraktiv sind²⁰⁷.

²⁰⁶ Zu Definitionen siehe auch Kapitel 6

²⁰⁷ Siehe auch Wendt (2017), S. 7

In der Reinform sind drei Arten von Investments zu unterscheiden:

- Traditionelle, primär gewinnorientierte Investments
- ESG Investments, die neben Gewinnzielen auch ESG-Ziele verfolgen
- Impact Investments ohne primäres Gewinnziel, die positiven „Impact“ ohne Kapitalverluste erreichen wollen

Davon abzugrenzen sind Spenden/Schenkungen, die keine Investments bzw. Kapitalanlagen sind.

Wir bieten traditionelle und ESG Investments an, wobei die ESG Investments die gleichen Gewinnziele haben wie traditionelle Investments. Die ESG Investments werden als „PureESG“ bezeichnet, weil die Aktienselektion (fast) nur anhand von ESG-Kriterien erfolgt und „ökonomische“ Kriterien (bis auf maximale Verluste) keine Rolle spielen.

Die meisten sogenannten ESG Angebote am Markt nutzen vor allem ökonomische Kriterien zur Aktienselektion und zusätzlich einen oder mehrere ESG-Ausschlüsse und ggf. noch Best-In-Class Ansätze. Wir nutzen E, S und G-Ratings, deren Berechnung sich nach Branchen unterscheiden kann. Für die Aktienselektion gelten jedoch für alle Unternehmen dieselben Mindestvoraussetzungen, um in die Portfolios aufgenommen zu werden (idealerweise „Best-in Universe“).

Zusätzlich bieten wir gewinnorientierte ESG- bzw. SDG Anlagen an. Dabei haben wir einen pragmatischen Ansatz, der darin besteht, aus traditionellen liquiden Aktien diejenigen traditionellen börsennotierten Aktiengesellschaften zu identifizieren, die einerseits strengen ESG Kriterien entsprechen und andererseits auch gut mit den Nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) vereinbar sind.

Basis für unsere SDG-Investments sind 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.

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 einen SDG Index nicht perfekt.

Während einige der o.g. Ziele vielleicht durch gute Erfüllung von einigen ESG-Anforderungen (z.B. gender equality, decent work and economic growth, innovation, responsible production) erreicht

werden können, ist das bei anderen SDG-Bereichen kaum mit börsennotierten Aktiengesellschaften zu erreichen.

Eine Analyse der besten liquiden ESG-Aktien führt uns zur Identifikation folgender Branchen, die grundsätzlich zu positivem Impact führen können:

- Gesundheitsförderung: Aktien aus dem Bereich Gesundheit haben typischerweise einen hohen Anteil am SDG Index. Gesundheitsaktien unterscheiden sich dabei teils erheblich je nach Gesundheitssegment wie Biotechnologie, Pharmazie, Ausrüstungen, Technologie, Krankenhäusern, Pflegeheimen, und diversen anderen Serviceunternehmen wie Endkunden- und B2B-Vertrieb, die teilweise zudem auf bestimmte Krankheiten bzw. Zielgruppen spezialisiert sind.
- Umweltförderung: Erneuerbare Energien und relevante (elektrische) Infrastruktur, (monopolartige) öffentliche Transportangebote, v.a. Schienenverkehr (nicht jedoch private Fluggesellschaften), Forstwirtschaft, Wasserver- und -entsorger und Recyclingunternehmen sowie auch auf die jeweiligen Segmente fokussierte Technologie- oder Servicelieferanten
- Sonstige wie Telekommunikations-Infrastruktur (ab Anfang 2020)²⁰⁸ und IT-Infrastruktur (ab Ende 2020), Wohnimmobilien- und Arbeitsvermittlungsunternehmen und auch auf die jeweiligen Segmente fokussierte Technologielieferanten bzw. Dienstleister.

Dabei ist allerdings nicht sicher, dass alle Unternehmen der aufgeführten Branchen mit guten ESG-Bewertungen auch einen nennenswerten positiven Impact im Sinne der Prinzipien der Vereinten Nationen bringen. Andererseits setzt unser Ansatz so nicht auf Unternehmen, die nur einen geringen Umsatzanteil in relevanten (SDG-) Marktsegmenten erreichen, wie das bei manch anderen Ansätzen der Fall ist.

Während die SDG Portfolios die Top 30 Aktien nach Governanceratings beinhalten, umfasst der SDG Index in 2021 insgesamt 59 Unternehmen, 99 in 2022 und 73 in 2023.

3.9. Global Equities ESG SDG (ab 2017), Global Equities ESG SDG Trend (ab 2020) und Global Equities ESG SDG Social Portfolios (ab 2022)

²⁰⁸ Grund: Die Nutzung von Telekommunikation kann Kommunikation generell verbessern, kollaborative und Heimarbeit fördern, Arbeitsbedingungen verbessern, Transportkosten verringern etc.. Privatwirtschaftliche Telekommunikationsdienstleister ohne Infrastrukturangebot werden ausgeklammert, weil viele von ihnen nicht nötig sind, um Telekommunikation zu ermöglichen

Alle drei SDG-Portfolios basieren auf dem Ende 2017 eingeführten SDG-Index. Sie enthalten die jeweils besten 30 Aktien nach Governance-Rating.

Aus den etwa 500 Aktien, die alle unsere ESG Anforderungen erfüllen, werden diejenigen selektiert, die überwiegend Aktivitäten verfolgen, die mit den 17 nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) kompatibel sind (siehe Abschnitt oben zum Global Equities ESG SDG Index)²⁰⁹.

Trendfolge für das ESG SDG Aktienportfolio

Für die Signalgenerierung des Global Equities ESG SDG Trend Portfolios 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.

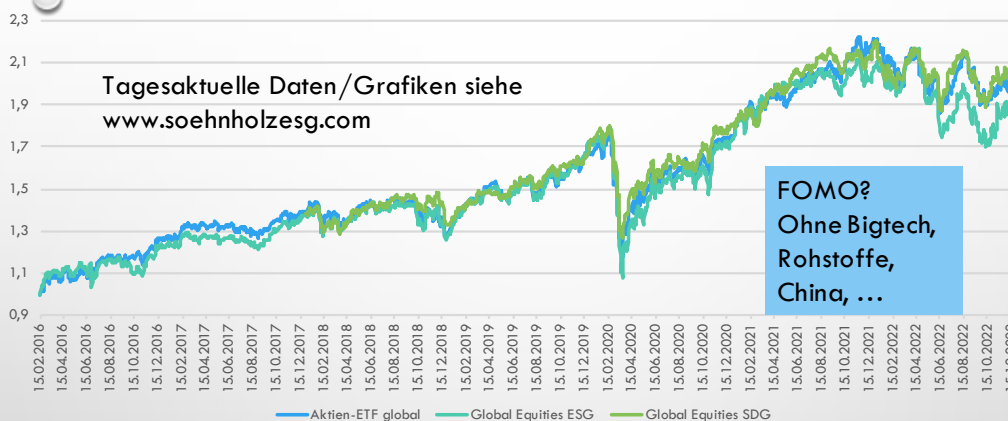
²⁰⁹ Zu den Portfolios für 2022 und 2021 siehe [Artikel 9 Fonds: Sind 50% Turnover ok? – Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](#) und [Mein Artikel 9 Fonds: Noch nachhaltigere Regeln – Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](#). Allerdings gelten für den Fonds noch zusätzliche Regeln in Bezug auf Umsetzbarkeit und in 2022 sind im Fonds zusätzlich Genetisch manipulierte Organismen und alle Tierversuche ausgeschlossen, das dazu führt, das – anders als im Index und im Portfolio – im Fonds kaum noch Pharma- und Biotechnologieunternehmen vertreten sind.

ESG/SDG Ansätze im Vergleich

| Typische Charakteristika diverser ESG & SDG Angebote | | | |
|---|--|--|---|
| | „Aktive“ ESG/SDG Fonds/Portfolios | ESG ETFs | Soehnholz PureESG & SDG Portfolios/Indizes |
| Titelselektionsansatz | Diskretionär | Regelbasiert | Regelbasiert |
| Impactansatz | Geringe SDG Umsatzanteile, keine/geringe ESG Anforderungen | Noch keine SDG ETFs angeboten | Aktivitäts-/Branchenbasierter ESG SDG Ansatz (hohe Umsatzanteile) |
| Ausschlüsse | Wenige | ESG wenige, SRI mehrere (mit Umsatztoleranzen) | Viele (für Produktion ohne Umsatztoleranzen) |
| Titelanzahl | Unterschiedlich | Viele | 15 bis 600 |
| Titelgewichtung | Unterschiedlich | Kapitalisierungsgewichtet | Gleichgewichtet |
| Rebalanzierungen | Unterschiedlich | Quartalsweise | Jährlich (optional häufiger) |
| Abweichungen zu Standardindizes | Unterschiedlich | Gering | Hoch |
| Selektionsbasis | Best-in-Class | Best-in-Class | Best-in-Universe |
| ESG Selektionsdetails | Unterschiedlich | Aggregierte ESG -Scores | Separate E, S und G Scores |
| Stimmrechtsausübungen | Teilweise | Ja | Optional für Großanleger |
| Engagement | Teilweise | Nein | Optional für Großanleger |
| ESG -Individualisierungen | Nein oder hohe Mindestanlagen | Nein | Verwalterabhängig (SB ab sehr kleinen Summen) |
| Mischportfoliobildung | Mit Anleihen "optimiert" | Nein | Optional z.B. mit ESG ETF -Portfolio Bonds |
| Kosten für 50Tsd. EUR ohne/inkl. Umsetzung und Beratung | 1% bis . 2% p.a. | 0,2% bis 1,2% p.a. | 0,3% bis. 1,2% p.a. |



ESG (SDG) Aktienportfolios: Gute Performance



Hinweis: Die Werte von Portfolios können sowohl steigen als auch fallen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit bietet keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung einer Anlage.

Metastudie zu Renditen/Risiken von nach Geldanlagen ESG and Financial Performance & Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020 von Tensie Whelan, Ulrich Atz, Tracy Van Holt und Casey Clark vom NYU Stern Center for Sustainable Business und Rockefeller Asset Management vom Februar 2021 Renditequelle für die o.g. Grafik: Modellportfolios der Soehnholz ESG GmbH, Global Equities ESG für 2016 und 14 2017 zurückgerechnet, a. Soehnholz/Dirk: „Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios“, in Absolut Report Nr. 6/2014



3.10. Unterschiede zwischen ESG-Portfolios und ESG-Indizes

Diversifikator (jetzt: Soehholz ESG GmbH) ist 2015 mit den Portfolios gestartet, für die es aus unserer Sicht Marktlücken gab: Passive Multi-ETF Portfolios und regelbasierte und konsequente ESG Portfolios. Etwas später wurden die Immobilienaktien- und Infrastrukturaktienportfolios eingeführt, weil sie einen diversifizierten ESG Zugang zu diesen beiden Anlageklassen ermöglichen sollen, die in vielen Anlegerportfolios nicht adäquat vertreten sind.

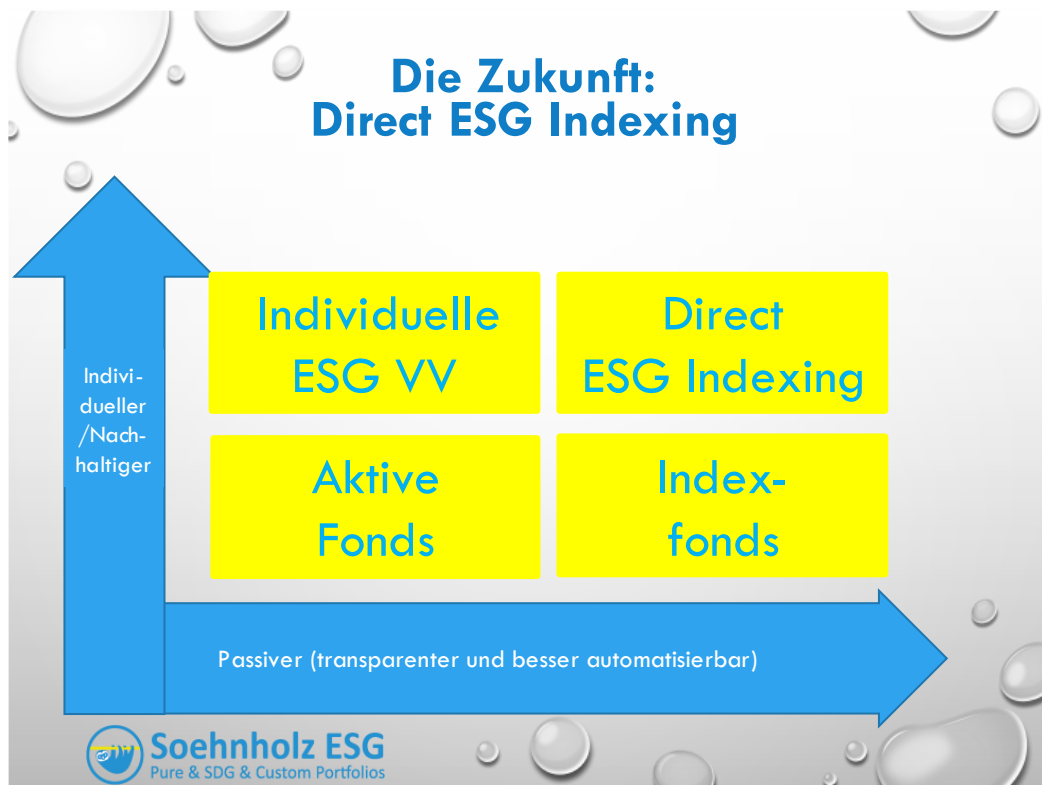
Es gibt zwei nennenswerte Unterschiede zwischen Standard-Portfolios und Indizes: Die Anzahl der Bestandteile und die Berücksichtigung von Kosten: Mit Ausnahme des Global Equities S Portfolios mit 5 Titeln haben unsere direkten Aktienportfolios mit 15 bis 30 eine Mindest- und eine Maximalanzahl von Komponenten. Bis 2021 konnten die Portfolios „Deutsche Aktien“, „Infrastrukturaktien“ und „Immobilienaktien“ Positionen enthalten, welche z.B. die Liquiditätsanforderungen der Indizes nicht erfüllen mussten, weil die entsprechenden Indizes teilweise nur sehr wenige Bestandteile hatten. Seit Ende 2020 müssen Portfoliounternehmen auch in Indizes enthalten sein. Indizes haben ab 2021 ebenfalls mindestens 15 Bestandteile, allerdings ohne Begrenzung der Maximalzahl: Alle Aktien, welche die Selektionskriterien erfüllen, werden Indexbestandteile. So waren z.B. 2022 99 Aktien im Global Equities ESG SDG Index vertreten aber nur 30 im Portfolio, nämlich die jeweils 30 besten nach Governanceratings. Für aus Indizes mit mehr als 30 Komponenten abgeleitete Portfolios sollen zusätzlich Doppelbesetzungen (gleiches Land und gleiches Marktsegment) vermieden werden. Ausnahme: Aufgrund der Marktgröße sind für die USA Doppelbesetzungen bei mehr als 30 Komponenten im Index erlaubt, nicht aber mehr als zwei Aktien aus einem Marktsegment.

Außerdem werden bei der Berechnung der Indizes keine Kosten berücksichtigt, da diese abhängig von individuellen Umsetzungen – je nach Anzahl der Titel, Depotbank und genutztem Berater/Verwalter – sehr unterschiedlich sein können. Portfoliokennzahlen dagegen werden nach einem fiktiven Kostenabzug von 1,19% p.a. berechnet.

3.11. Erweiterungsmöglichkeiten für institutionelle Anleger und Direct bzw. Custom ESG Indexing

Für Geschäftspartner und institutionelle Anleger können individuelle Portfolios z.B. für andere Anlageuniversen entwickelt werden. Außerdem kann ein individuelles ESG-Reporting geliefert

werden und auch (ESG-) Stimmrechtsausübungen sind möglich. Auch andere bzw. weitere ESG-Datenquellen können genutzt werden.



4. Der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds

Mitte August 2021 wurde in Zusammenarbeit mit der Deutschen Wertpapiertreuhand der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds gestartet, der von der Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH verwaltet wird (DE000A2P37T6, WKN A2P37T). Der Fonds ist ein globaler Aktienfonds. Die Aktienselektion erfolgt im ersten Schritt wie für alle ESG Aktienportfolios und Indizes dargestellt (siehe Kapitel „Das Vorgehen für die ESG Aktienportfolios“). Aus den so jährlich in den letzten Jahren ca. 500 „PureESG“ Aktienemittenten werden diejenigen identifiziert, die auf Marktsegmente fokussiert sind, die möglichst kompatibel mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) sind. Das sind die Segmente, die auch für den Global Equities ESG SDG Index (siehe gleichnamiges Kapitel) gelten. Konkret heißt es im Fondsprospekt:

„Ein regionaler Schwerpunkt ist nicht vorgesehen. Die Emittenten der Wertpapiere sollen einen positiven Beitrag zur Erreichung der Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen leisten. Die zu berücksichtigenden Marktsegmente sind dabei insbesondere Gesundheit, erneuerbare und elektrische Energien, Schienen-, Wasser- und Telekommunikationsinfrastruktur, Recycling, Umwelttechnik, Wohn- und Sozialimmobilien, Arbeitsvermittlung, Aus- und Fortbildung. Es werden nur Unternehmen selektiert, die überwiegend in den Zielmarktsegmenten aktiv sind. Unternehmen, die Kohle abbauen, fossile oder nukleare Energie, Waffen, Alkohol oder Tabak, Glücksspiel, Rindfleisch oder Milch produzieren, sollen ausgeschlossen werden.

Der Fonds verfolgt einen strengen ESG-Ansatz („Environmental, Social, Governance“). Es werden nur solche Unternehmen berücksichtigt, die sowohl nach Umwelt- als auch nach sozialen und Unternehmensführungskriterien zur besseren Hälfte aller nach solchen Kriterien beurteilten Unternehmen des hauptsächlich genutzten ESG-Ratinganbieters gehören (Best-in-Universe Ansatz).“

Die 30 für den Fonds selektierten Aktien werden zum Jahresende in Bezug auf diese Kriterien überprüft und wieder annähernd gleichgewichtet²¹⁰. Unterjährig erfolgen regelmäßige Prüfungen der E, S und G Ratings von Aktien aus dem Fonds.

Das Startportfolio entspricht damit weitgehend dem Global Equities ESG SDG Modellportfolio. Aus Umsetzungsgründen sind allerdings in 2021 einige schlecht bzw. schwer handelbare Aktien des Modellportfolios nicht im Fonds enthalten, zum Beispiel aus Ländern wie Malaysia oder Indonesien. Dafür werden Aktien aus der Nachrückerliste gewählt. Bei Unterschreiten von bestimmten Mindestratings im Laufe des jeweiligen Jahres werden ebenfalls aus einer Nachrückerliste Ersatztitel für den Fonds bestimmt.

Die Aktien der Nachrückerliste müssen dieselben Anforderungen erfüllen wie die Aktien im Fonds. Sie haben zum Selektionszeitpunkt aber ein etwas geringeres Governancerating als die für den Fonds selektierten Aktien. Sie gehören danach aber immer noch zu den Besten 50% aller mit ESG-Ratings versehenen Aktien des Anlageuniversums (Best-in-Universe-Ansatz).

Nähere Informationen zum Sondervermögen sowie die aktuellen gesetzlichen Verkaufsunterlagen, die auch die allein maßgeblichen Anlagebedingungen enthalten, sind über www.futurevest.fund erhältlich.

Insgesamt wurden für 2022 und auch für 2023 etwa die Hälfte der Aktien im Fonds ausgetauscht²¹¹. Dafür gibt es mehrere Gründe: So wurden für 2022 Aktien aus Südafrika und für 2023 Aktien aus Italien aus dem Fonds genommen, weil diese Länder nicht mehr zu den jeweils 40% besten nach

²¹⁰ Unter Berücksichtigung von Kosten für Transaktionen werden annähernde Gleichgewichtungen zu Jahresbeginn angestrebt

²¹¹ Vgl. [Artikel 9 Fonds: Sind 50% Turnover ok? – Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](#) und [Mein Artikel 9 Fonds: Noch nachhaltigere Regeln - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](#)

Rule-of-Law gehörten. Einige Aktien haben die E, S oder G Ratings eines der beiden genutzten Ratinganbieters nicht mehr erfüllt. Für andere Aktien wurde Ersatz mit nennenswert besserem Governanceratings gefunden. Weil die Ausschlusskriterien verschärft wurden, musste weitere Aktien ersetzt werden (ab 2022 0% Toleranzgrenze für alle Aktivitäten eingeführt und – nur für den Fonds – ab 2023 auch GMO und alle Tierversuche ausgeschlossen). Und weitere Aktien wurden verkauft, weil sie zu den 25% aller aus Nachhaltigkeitskriterien zulässigen Aktien mit den höchsten Verlusten gehörten.

ESG SDG Portfoliobeispiele

GETLINK (FRÜHER GROUPE EUROTUNNEL)

Hat ihren Hauptsitz in Paris und betreibt und verwaltet den Kanaltunnel zwischen England und Frankreich sowie den Eurotunnel - Shuttle-Zug. Getlink verdient zudem an anderen Zügen, die durch den Tunnel fahren.

HEALTHPEAK PROPERTIES

US Gesundheitsimmobilienfonds mit mehreren hundert Immobilien mit Fokus auf Seniorenheime und den Gesundheitssektor wie medizinische Zentren.

COCHLEAR

Cochlear aus Australien ist der weltweit führende Anbieter von implantierbaren Hörlösungen. Das Unternehmen beschäftigt weltweit mehr als 4000 Mitarbeiter und investiert jährlich mehr als 100 Millionen EUR in Forschung und Entwicklung.

AMERICAN WATER WORKS

American Water ist das größte Wasser- und Abwasserversorgungsunternehmen in den USA. Das Unternehmen beschäftigt über 6000 Mitarbeiter, die regulierte und regulierungsähnliche Trinkwasser- und Abwasserdienstleistungen für ca. 14 Millionen Menschen in 24 US-Bundesstaaten erbringen.

Soehholz ESG
Pure & SDG & Custom Portfolios

5. Portfolioüberblick

5.1. Portfolioüberblickstabelle mit Erläuterungen

| Portfolios (Stand Jan. 2023) | Aktien+Alternatives | Ca. # Positionen | Ca. # Wertpapiere | Risiko-klasse | Ca. ETF-Kosten (%) | Nachhaltigkeit-score (%) | Anmerkungen |
|-----------------------------------|---------------------|------------------|-------------------|---------------|--------------------|--------------------------|---------------------------------------|
| Global Equities ESG | 100% | 30 | 30 | 6 | --- | 60 | PureESG Ansatz, Top30 nach "G" |
| Global Equities ESG S | 100% | 5 | 5 | 6 | --- | 60 | PureESG Ansatz, Top5 nach "G" |
| Global Equities ESG SDG | 100% | 30 | 30 | 6 | --- | 100 | SDG Segment + PureESG Ansatz |
| Global Equities ESG SDG Social | 100% | 29 | 29 | 7 | --- | 100 | SDG Segment + PureESG Ansatz |
| Global Equities ESG SDG Trend | 100% | 30 | 30 | 7 | --- | 100 | SDG Segment + PureESG, Trading |
| Infrastructure ESG | 100% | 30 | 30 | 6 | --- | 75 | PureESG Ansatz |
| Real Estate ESG | 100% | 21 | 21 | 7 | --- | 60 | PureESG Ansatz |
| Deutsche Aktien ESG | 100% | 15 | 15 | 6 | --- | 60 | PureESG Ansatz |
| ESG ETF-Portfolio | 57% | 7 | >3.000 | 5 | 0,21 | 50 | Most-passive mit strengen ESG ETFs |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | 100% | 5 | >2.500 | 6 | 0,25 | 50 | Most-passive mit strengen ESG ETFs |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | 100% | 5 | >2.500 | 7 | 0,24 | 50 | Most-passive mit strengen ESG ETFs |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend | 100% | 5 | >2.500 | 5 | 0,25 | 50 | Most-passive mit strengen ESG ETFs |
| ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) | 0% | 4 | >600 | 3 | 0,2 | 50 | Most-passive mit strengen ESG ETFs |
| SDG ETF-Portfolio | 100% | 10 | >1.000 | 6 | 0,41 | 75 | SDG Segmentansatz |
| SDG ETF-Portfolio Trend | 100% | 10 | >1.000 | 7 | 0,41 | 75 | SDG Segmentansatz mit Trading |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | 70% | 10 | >2.500 | 5 | 0,19 | 0 | Most-passive mit Standard-ETFs |
| Alternatives ETF-Portfolio | 100% | 9 | >700 | 7 | 0,47 | 0 | Immobilien-, Infrastruktur- etc. ETFs |

Erläuterungen:

- ETFs versus direkte Aktienportfolios: Wissenschaftliche Studien zeigen, dass Portfolios innerhalb von Anlageklassen teilweise schon ab 5 Wertpapieren ausreichend diversifiziert sein können. Indexfonds (wir nutzen ETFs) haben meist einen wesentlichen höheren Diversifikationsgrad, der kostengünstig erreicht wird. Eine besonders breite Diversifikation wird typischerweise durch eine Streuung über mehrere Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und alternative Anlagen erreicht. Für die SDG ETF-Portfolios werden konzentrierte ETFs präferiert. Konzentrierte Portfolios können nachhaltiger sein als diversifizierte.
- Anleihen: Zinssteigerungen führen typischerweise zu Kursverlusten von Anleihen. Anleihe-ETFs enthalten meist zahlreiche "ältere" Anleihen, so dass einige Anleger keine Anleihe-ETFs in ihren Portfolios haben möchten.
- Alternativen Aktien: Darunter verstehen wir Immobilienaktien, Real Estate Investments Trust, Infrastrukturaktien, Aktien von Rohstoffunternehmen und Private Equity Aktien. Wir nutzen alternative Aktien als "Ersatz" für illiquide Anlagen, welche die meisten Anleger

nicht effizient diversifiziert nutzen können. Studien zeigen, dass alternative Aktien sich mittelfristig ähnlich wie die ihnen zugrunde liegenden Anlageklassen verhalten, also Immobilienaktien ähnlich wie Immobilien. Mid-/Small-Cap Aktien nutzen wir t.w. als "Ersatz" für Beteiligungen an nicht-börsennotierten Unternehmen. Alternative Aktien können zur Diversifikation von Portfolios beitragen, sind in Marktkrisen aber oft hohen Verlusten ausgesetzt, weil Anleger diese statt ihrer entsprechenden illiquiden Anlagen verkaufen.

- Derivate ("abgeleitete/strukturierte Anlageinstrumente") werden von manchen sogenannten synthetischen ETFs genutzt, um Indizes möglichst eng und steuereffizient nachzubilden. Einige Anleger mögen keine synthetischen ETFs, weil sie Ausfallrisiken von Emittenten beinhalten können. Direkt nutzen wir keine Derivate in unseren Portfolios. So werden auch die trendgesteuerten Portfolios nur durch Verkauf bzw. Kauf von ETFs umgesetzt. (Nur) In dem Weltmarkt ETF-Portfolio Basis und dem Alternatives ETF-Portfolio können synthetische ETFs mit Derivaten enthalten sein.
- Verantwortung: Es gibt keine einheitlichen Verantwortungs-Standards. Unsere ESG ETF-Portfolios nutzen möglichst strenge Kriterien und unsere Aktienportfolios noch umfassendere Ausschlüsse und besonders hohe Best-in-Universe E, S und G Anforderungen.
- Risikosignale: Risikosteuerungen sollen Verlustrisiken reduzieren aber sie generieren auch Fehlsignale und phasenweise niedrigere Renditen. Wir haben uns für die Nutzung der bewährten 40-Tagelinie entschieden.

Wir empfehlen die Nutzung von Beratern/Verwaltern. Allerdings haben Berater/Verwalter meist Mindestanlagesummenanforderungen, die bei der Auswahl beachtet werden sollten.

Grundsätzlich sollte jeder qualifizierte Anlageberater und Vermögensverwalter mit Hilfe der Informationen auf unserer Webseite in der Lage sein, eine gute Beratung zu allen unseren Portfolios zu liefern.

5.2. Portfoliokurzbeschreibungen

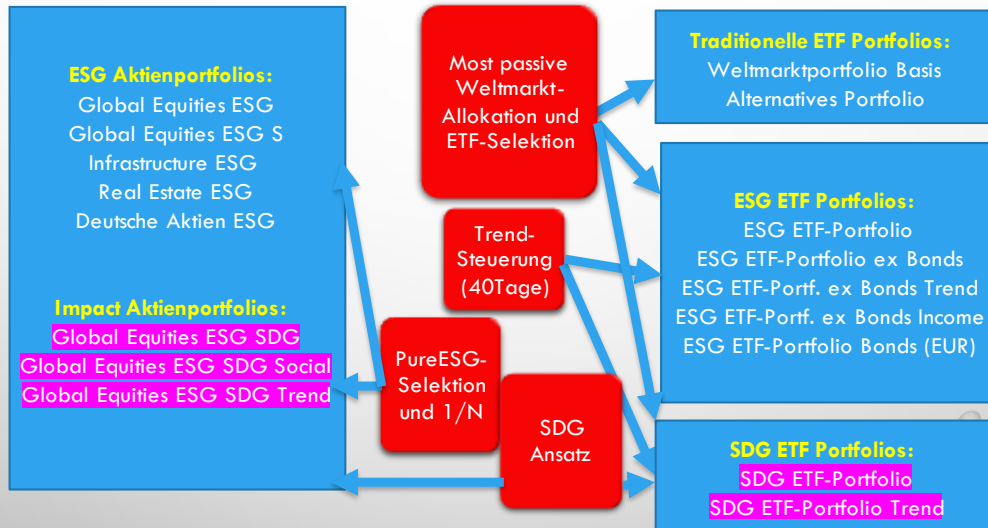
| | |
|-------------------------------|---|
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Mit dem Portfolio wird die geschätzte Vermögensverteilung der Kapitalanlagen aller Anleger weltweit (Weltmarktallokation) mit etwa 10 börsennotierten Indexfonds (ETFs) nachgebildet. Das Portfolio hat relativ hohe Anteile an Immobilien- und Infrastrukturaktien-ETFs („Alternatives“) |
|-------------------------------|---|

| | |
|-----------------------------------|---|
| | als Ersatz für illiquide Anlagen. Kurzlaufende Anleihe-ETFs werden nicht genutzt (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 2.1./2.2.). |
| Alternatives ETF-Portfolio | Das Alternatives ETF-Portfolio bildet die Weltmarktallokation zu alternativen Anlagesegmente wie Immobilien, Infrastruktur, Private Equity, Rohstoffen etc. mit entsprechenden ETFs als Ersatz für illiquide Anlagen nach (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 2.5.). |
| ESG ETF-Portfolio | Das ESG ETF-Portfolio hat – wie das Weltmarkt ETF-Portfolio Basis - eine passive Weltmarktallokation, die mit möglichst streng nachhaltigen physischen ESG bzw. SRI (Environmental, Social, Governance bzw. Socially Responsible Investment) ETFs umgesetzt wird. Mit dem Portfolio wird die geschätzte Verteilung der Kapitalanlagen aller Anleger weltweit mit ca. 7 ETFs nachgebildet. Statt Staatsanleihen werden Anleihen von multinationalen Entwicklungsbanken genutzt (s. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 2.4.). |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Das ESG ETF-Portfolio ex Bonds basiert auf dem ESG ETF-Portfolio, nutzt aber keine Anleihen (s. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 2.6.). |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Das ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income basiert auf dem ESG ETF-Portfolio ex Bonds, nutzt aber soweit wie möglich ausschüttende ETFs (s. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 2.6.). |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend | Das ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend basiert auf dem ESG ETF-Portfolio ex Bonds und nutzt zusätzlich eine Trendfolgesteuerung. Signalgeber ist ein Weltaktien-ETF. Darauf wird die 40-Tagelinie angewendet. Wenn der Kurs zwei Tage nacheinander unter/über der Linie liegt, werden alle ETFs des Portfolios verkauft/gekauft (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 2.6.). |
| ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) | Das ESG ETF-Portfolio Bonds basiert auf dem ESG ETF-Portfolio, nutzt aber nur Anleihe ETFs in Euro oder mit Eurokursabsicherung. Anders als bei den anderen ETF-Portfolios (außer Income) werden ausschüttende ETFs bevorzugt und auch kurzlaufende Anleihen genutzt (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 2.6.) |
| SDG ETF-Portfolio | Das SDG ETF-Portfolio nutzt physische Themen-ETFs, die möglichst kompatibel mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) sind. Es werden mehrere SDG wie Gesundheitsförderung, erneuerbare Energien und Infrastruktur angestrebt. Dazu wird eine relativ breite SDG Interpretation genutzt, die zum Beispiel auch |

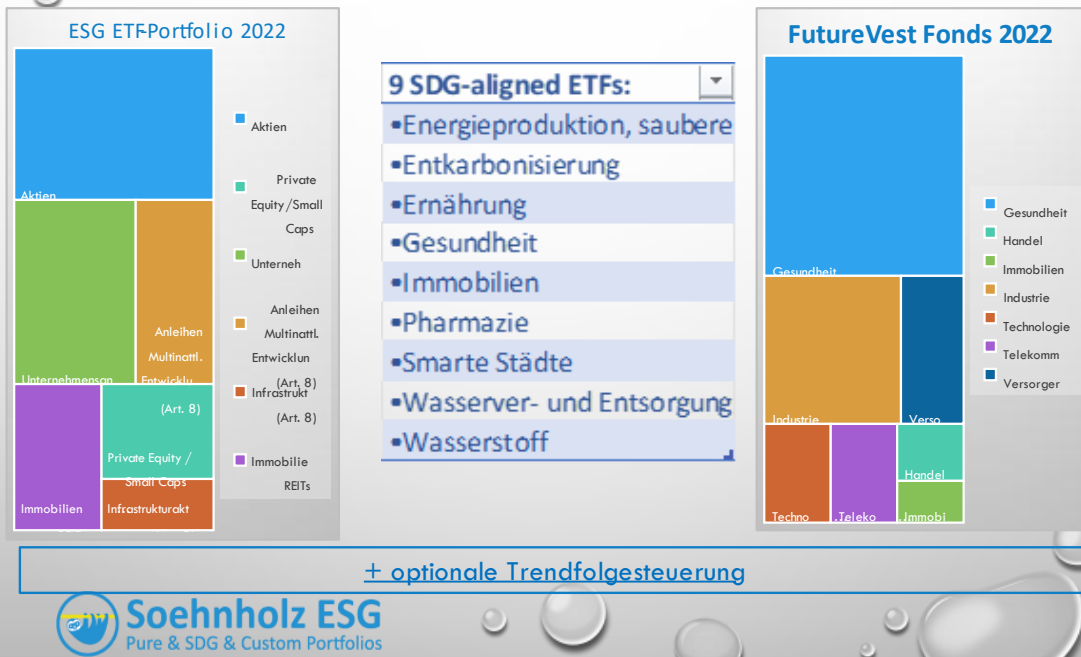
| | |
|-------------------------|--|
| | Telekommunikationsinfrastruktur umfasst. Um Überschneidungen zu reduzieren, werden konzentrierte ETFs mit Fokus auf Midcaps vorgezogen. Zudem werden nur ETFs selektiert, die relativ hohe ESG-Mindestratinganforderungen erfüllen. Alle ETFs werden anfangs gleichgewichtetet (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 2.7.). |
| SDG ETF-Portfolio Trend | Das SDG ETF-Portfolio Trend basiert auf dem SDG ETF-Portfolio und nutzt zusätzlich eine Trendfolgesteuerung. Signalgeber ist ein Weltmarkt-ETF. Darauf wird die 40-Tagelinie angewendet. Wenn der Kurs zwei Tage nacheinander unter/über der Linie liegt, werden alle ETFs des Portfolios verkauft/gekauft (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 2.7.). |
| Deutsche Aktien ESG | Das Portfolio besteht aus bis zu 30 deutschen Large- und Midcap-Aktien, die regelbasiert vor allem nach strengen Ausschlüssen und Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 3.4.). |
| Infrastructure ESG | Das Portfolio besteht aus bis zu 30 internationalen Large- und Midcap-Aktien mit Fokus auf Kern-Infrastruktur („Netze und Knoten“, d.h. ohne Energierversorger), die regelbasiert nach strengen Ausschlüssen und vor allem Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 3.4.). |
| Real Estate ESG | Das Portfolio besteht aus 30 internationalen Large- und Midcap Real Estate Investment Trusts (keine Investmentfonds) bzw. Immobilienaktien, die regelbasiert nach strengen Ausschlüssen und vor allem Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 3.4.). |
| Global Equities ESG | Das Portfolio besteht aus den 30 internationalen Large- und Midcap-Aktien mit den besten Governanceratings, die regelbasiert nach strengen Ausschlüssen und vor allem Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 3.3.). |
| Global Equities ESG S | Das Portfolio besteht aus den 5 internationalen Large- und Midcap-Aktien mit der besten Governanceratings, die regelbasiert nach strengen |

| | |
|-----------------------------------|---|
| | Ausschlüssen und vor allem relativ strengen Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 3.3.). |
| Global Equities ESG SDG | Das Portfolio besteht aus 30 internationalen Large- und Midcap-Aktien, die regelbasiert nach strengen Ausschlüssen und vor allem nach Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden. Zusätzlich dürfen sie nur zu Segmenten mit potenziell positivem Impact wie Gesundheit, erneuerbaren Energien, Recycling, Schienen- und Telekommunikationsinfrastruktur gehören (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 3.9). |
| Global Equities ESG SDG Social | Das Portfolio besteht aus 30 internationalen Large- und Midcap-Aktien, die regelbasiert nach strengen Ausschlüssen und vor allem nach Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden. Zusätzlich dürfen sie nur zu sozialen Segmenten wie Gesundheit gehören (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 3.9). |
| Global Equities ESG SDG Trend | Das Portfolio besteht aus 30 internationalen Large- und Midcap-Aktien, die regelbasiert nach strengen Ausschlüssen und vor allem nach Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden. Zusätzlich dürfen sie nur zu Segmenten mit einem positiven potenziellen Impact wie Gesundheit, erneuerbaren Energien, Recycling, Schienen- und Telekommunikationsinfrastruktur gehören. Zusätzlich wird eine Trendfolgesteuerung genutzt. Signalgeber ist ein Weltmarkt-ETF. Darauf wird die 40-Tagelinie angewendet. Wenn der Kurs zwei Tage nacheinander unter/über der Linie liegt, werden alle ETFs des Portfolios verkauft/gekauft (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 3.9). |

6 SDG und 15 ESG Portfolios



Artikel 9 Portfolio-Optionen



5.3. Portfolio-Allokationen für 2022 im Überblick

| Portfolio | Segment | Allokation (gerundet) |
|-----------------------------------|---|-----------------------|
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Infrastruktur Welt | 6,0% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Aktien Large Caps USA | 17,5% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Immobilien Welt | 13,0% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Aktien Schwellenländer | 7,0% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Staatsanleihen inflationsindexiert USA | 6,5% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Unternehmensanleihen Welt ex-USA | 12,0% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Aktien Large Caps Europa | 10,5% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Private Equity Welt | 6,5% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Staatsanleihen mittlere Laufzeit USA | 8,5% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Unternehmensanleihen USA | 12,5% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Infrastruktur Welt | 17,0% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Agrar- und Farmland Welt | 10,0% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Rohstoffe Energie Welt | 9,5% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Immobilien USA | 20,5% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Private Equity USA | 7,5% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Private Equity Welt | 13,0% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Immobilien Europa | 7,0% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Rohstoffe Metalle USA | 10,5% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Immobilien Asien | 5,0% |
| ESG ETF-Portfolio | Aktien USA | 17,0% |
| ESG ETF-Portfolio | Aktien Europa | 10,5% |
| ESG ETF-Portfolio | Aktien Schwellenländer | 8,0% |
| ESG ETF-Portfolio | Unternehmensanleihen Welt | 24,0% |
| ESG ETF-Portfolio | Staatsanleihen Welt | 20,0% |
| ESG ETF-Portfolio | Immobilien Welt | 12,5% |
| ESG ETF-Portfolio | Private Equity Welt | 8,0% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Aktien USA | 30,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Aktien Europa | 18,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Aktien Schwellenländer | 14,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Immobilien Welt | 22,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Private Equity Welt | 14,0% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Aktien USA | 30,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Aktien Europa | 18,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Aktien Schwellenländer | 14,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Immobilien Welt | 22,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Private Equity Welt | 14,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Clean Water | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Real Estate Europe | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Future of Food | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Clean Energy | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Smart City Infrastructure | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Pharma Breakthrough | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Real Estate Welt | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Hydrogen Economy | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Healthcare Breakthrough | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Decarbonisation | 10,0% |
| ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) | Staatsanleihen Welt | 39,0% |
| ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) | Investment Grade Europa (bzw. Welt ex-USA) kurz | 20,5% |
| ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) | Investment Grade Europa (bzw. Welt ex-USA) mittel | 20,5% |
| ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) | Investment Grade USA kurz | 20,0% |

| Portfolio | Segment | Allokation (gerundet) |
|-----------------------------------|---|-----------------------|
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Infrastruktur Welt | 6,0% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Aktien Large Caps USA | 17,5% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Immobilien Welt | 13,0% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Aktien Schwellenländer | 7,0% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Staatsanleihen inflationsindexiert USA | 6,5% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Unternehmensanleihen Welt ex-USA | 12,0% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Aktien Large Caps Europa | 10,5% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Private Equity Welt | 6,5% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Staatsanleihen mittlere Laufzeit USA | 8,5% |
| Weltmarkt ETF-Portfolio Basis | Unternehmensanleihen USA | 12,5% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Infrastruktur Welt | 17,0% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Agrar- und Farmland Welt | 10,0% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Rohstoffe Energie Welt | 9,5% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Immobilien USA | 20,5% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Private Equity USA | 7,5% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Private Equity Welt | 13,0% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Immobilien Europa | 7,0% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Rohstoffe Metalle USA | 10,5% |
| Alternatives ETF-Portfolio | Immobilien Asien | 5,0% |
| ESG ETF-Portfolio | Aktien USA | 17,0% |
| ESG ETF-Portfolio | Aktien Europa | 10,5% |
| ESG ETF-Portfolio | Aktien Schwellenländer | 8,0% |
| ESG ETF-Portfolio | Unternehmensanleihen Welt | 24,0% |
| ESG ETF-Portfolio | Staatsanleihen Welt | 20,0% |
| ESG ETF-Portfolio | Immobilien Welt | 12,5% |
| ESG ETF-Portfolio | Private Equity Welt | 8,0% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Aktien USA | 30,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Aktien Europa | 18,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Aktien Schwellenländer | 14,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Immobilien Welt | 22,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds | Private Equity Welt | 14,0% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Aktien USA | 30,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Aktien Europa | 18,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Aktien Schwellenländer | 14,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Immobilien Welt | 22,5% |
| ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income | Private Equity Welt | 14,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Clean Water | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Real Estate Europe | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Future of Food | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Clean Energy | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Smart City Infrastructure | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Pharma Breakthrough | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Real Estate Welt | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Hydrogen Economy | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Healthcare Breakthrough | 10,0% |
| SDG ETF-Portfolio | Decarbonisation | 10,0% |
| ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) | Staatsanleihen Welt | 39,0% |
| ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) | Investment Grade Europa (bzw. Welt ex-USA) kurz | 20,5% |
| ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) | Investment Grade Europa (bzw. Welt ex-USA) mittel | 20,5% |
| ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) | Investment Grade USA kurz | 20,0% |

6. Systematische Portfolioveränderungen im Zeitverlauf

6.1. Muster- und Anlegerportfolios: Vorbemerkungen

Es gibt keine automatischen Veränderungen von Bestandsportfolios (= Anlegerportfolios) durch uns, denn wir haben normalerweise keinerlei Informationen über die Depots von Anlegern. Aus diesem Grund und aufgrund von regulatorischen Einschränkungen werden auch keine konkreten Handlungsempfehlungen für Bestandsanlagen abgegeben. Für gute konkrete Handlungsempfehlungen sind Informationen über das im Portfolio angelegte Volumen, individuelle Anlageziele und -strategien (z.B. Sparpläne) und die Handels- bzw. Umsetzungskosten im jeweiligen Depot erforderlich. Diese können je nach Anleger teilweise erheblich voneinander abweichen. Bestandsanleger erhalten von uns aber bei Interesse die Änderungsinformationen für Modell- bzw. Musterportfolios (Neuanlageportfolios), wenn Sie sich für die entsprechenden News angemeldet haben.²¹² Wir bemühen uns, auch für Muster- bzw. Neuanlageportfolios die Handelstransaktionen gering zu halten.

Eine jederzeitige Nachbildung aller Änderungen der Neuanlageportfolios kann trotzdem gerade für kleine Anlagesummen zu erheblichen Umsetzungskosten führen und ist deshalb nicht immer ratsam. Bestandsanleger bzw. ihre Berater/Verwalter müssen jeweils selbst entscheiden, ob bzw. inwieweit sie Änderungen von Modellportfolios (Neuanlage-)Portfolios auch in ihren Bestandsportfolios nachvollziehen.

Für unsere Modellportfolios wird jede Änderung mit einem fiktiven Handel dokumentiert. Die aktuellen Zusammensetzungen von Neuanlageportfolios sind auf Anfrage über die jeweiligen Berater/Verwalter erhältlich. Die Performanceberechnungen auf der Internetseite stellen die Performance von Musterportfolios dar und berücksichtigen deshalb unverzüglich alle Änderungen von Neuanlageportfolios.

6.2. Mögliche Gründe für Rebalancierungen

Rebalancierung im engeren Sinn bedeutet, dass ein Portfolio, welches sich durch Performance der Anlageklassen oder z.B. durch Zuführungen oder Entnahmen von der Zielallokation entfernt hat,

²¹² Aktuell steht nur eine generelle Newsfunktion zur Verfügung, d.h. alle Newsabonnenten erhalten „News“ zu allen Portfolios.

wieder auf die ursprüngliche Zielallokation gebracht wird. Davon unterscheiden kann man Rebalancierungen im weiteren Sinn, die auf eine neue Zielallokation erfolgen. Rebalancierungen können manuell oder automatisiert durchgeführt werden.

„Selbstbedienungsanleger“ müssen Rebalancierungen manuell vornehmen. Berater können Rebalancierungen, denen Beratungskunden zunächst zustimmen müssen oder die sie ablehnen können, für ihre Kunden unterstützen. Für Vermögensverwaltungskunden werden Rebalancierungen typischerweise automatisch durchgeführt.

Es gibt mehrere Gründe für Rebalancierungen. Bei institutionellen Anlegern werden die Erstallokationen oft in einem aufwändigen Prozess festgelegt und es werden auch zulässige Bandbreiten festgelegt, in denen sich einzelne Anlageklassen bewegen dürfen. Rebalancierungen erfolgen deshalb aus anlagepolitischen Gründen, damit sich die Portfolios dauerhaft innerhalb der gewünschten Bandbreiten bewegen.

Wenn man ein Portfolio ohne Rebalancierungen laufen lässt, steigt der Anteil der relativ besser rentierenden Anlagen an. Theoretisch sind das die Anlagen mit den höchsten Risiken, so dass das Portfolio insgesamt langfristig riskanter wird²¹³. Rebalancierungen dienen deshalb oft der Risikosenkung.

Es gibt weitere Gründe für systematische Portfolioänderungen, die technisch keine Rebalancierungen auf das Ausgangsgewicht sind. So können sich die Anlegerpräferenzen ändern²¹⁴. Private Anleger werden im Laufe ihres Lebens typischerweise zunächst risikotragfähiger, weil sie mehr verdienen und höhere Vermögen bzw. Puffer schaffen können. In der Entsparphase, also wenn sie oft keine oder nur geringe regelmäßige Einkommen erzielen, werden Anleger dagegen typischerweise risikoscheuer. Portfolios, die auf die Risikotragfähigkeit der Anleger ausgerichtet sind, sollten entsprechend geändert werden. können Allerdings können auch „nur“ die Cash-Quoten angepasst werden, aber nicht die grundsätzlichen Allokationen innerhalb der renditeorientierten Portfolios.

Außerdem können sich Märkte ändern, insbesondere die Rendite- und Risikoerwartungen an Anlageklassen. Ziel-Allokationen, die von Prognosen abhängig sind, können sich dann ebenfalls ändern und zu Rebalancierungen führen.

6.3. Unterschiedliche Rebalancierungsmethoden im Vergleich

²¹³ S. Vanguard Research 2015, S. 4

²¹⁴ Vanguard 2015, S. 10: Aber "investors preferences may be less precise than theory assumes".

Unsere eigenen Analysen von 2008 bis 2015 zeigen, dass es kaum Renditeunterschiede zwischen jährlichen und häufigeren Rebalancierungen gibt, aber dass in dieser Periode alle Rebalancierungen vor Kosten besser als Buy and Hold (also als keine Rebalancierungen) gewesen wären²¹⁵.

Eine Alternative zu zeitlich fixierten Rebalancierungen sind systematische Rebalancierungen, sobald bestimmte Abweichungen von der Startallokation überschritten werden (sogenannte Thresholds). Vanguard analysiert Abweichungen von bis zu 10% und findet keine idealen Abweichungstrigger bzw. Schwellen²¹⁶. Solche Analysen werden zudem schwieriger, wenn mehrere Anlagesegmente verwendet werden. So besteht das Weltmarktportfolio aus 19 Anlagesegmenten. Soll schon rebalanciert werden, wenn nur ein Segment mit einer Zielallokation z.B. von 5% sich um mehr als 10% verändert hat?

Mit Rebalancierungen sind immer Kosten verbunden, und zwar nicht nur direkte Transaktionskosten, sondern unter Umständen auch steuerliche Effekte und andere indirekte Kosten.

6.4. Warum das Weltmarktportfolio nicht unbedingt rebalanciert werden muss

Wir nehmen an, dass die Weltmarktportfolios den Weltkapitalstock gut abbilden.²¹⁷ Vanguard analysiert z.B. die Periode von 2006 bis 2014, in denen Aktienanteile zeitweise bei 62% Prozent lagen, in der Krise 2008 auf 38% sanken und dann wieder auf 56% stiegen. Vanguard stellt fest, dass diese Verschiebungen im Wesentlichen auf Performanceentwicklungen der Anlageklassen und nicht auf Rebalancierungen zurückzuführen sind.²¹⁸

²¹⁵ Unterschiedliche Rebalancierungen können bei www.portfoliovisualizer.com unter Backtest Portfolio und Backtest Asset Allocation selbst getestet werden. Dabei werden allerdings Umsetzungskosten vernachlässigt.

²¹⁶ Vanguard 2015, S. 3: Verweis auch auf: Taxes, direct transaction costs, time and labor (opportunity costs, trading restrictions

²¹⁷ Siehe Allokationen über mehrere Jahre bei Doeswijk/Lam/Swinkels 2015 und Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016, 2018 und 2021. Das gilt aber nur, wenn sich Währungseffekte in Grenzen halten, denn diese können in kurzer Zeit zu Veränderungen führen, wenn die Assetallokationen von Währungsräumen voneinander abweichen. Abweichungen können auch aus Definitions- oder Methodenänderungen und Fehlern resultieren (siehe z.B. die Agrarallokation bei Vacchino/Schuller 2015 versus Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016; Änderungsgrund unklar)

²¹⁸ s. Vanguard 2015, S. 4

Bei diesen Annahmen kann gut argumentiert werden, dass Rebalancierungen²¹⁹ für das Weltmarktportfolio nicht nötig sind, weil das investierte Portfolio sich durch aktuelle Markt- bzw. Performanceentwicklungen genauso entwickeln sollte wie das theoretische Weltmarktportfolio.

Dabei wird allerdings nicht berücksichtigt, dass viele Großanleger regelmäßig auf ihre strategischen Allokationen rebalancieren, so dass eine reine Performancefortschreibung einer „alten“ Weltmarktallokationsstudie über mehrere Jahre zu „falschen“ Allokationen führen kann.

Statistisch zeigt sich, dass häufigere Rebalancierungen nicht unbedingt bessere Renditen oder geringere Risiken für Portfolios mit sich bringen²²⁰. Die erzielten Resultate hängen dabei auch von den betrachteten Perioden ab. In bestimmten Marktperioden, z.B. bei steigender Marktvolatilität oder stark abweichenden Entwicklungen einzelner Anlageklassen, können Rebalancierungen zu Verlusten relativ zu Nicht-Rebalancierungen („constant mix“) führen. In anderen Marktphasen kann das Gegenteil der Fall sein²²¹.

6.5. Vorgehen bei der regelmäßigen jährlichen Portfolioüberprüfung der Musterportfolios

Einmal pro Jahr werden alle Portfolios systematisch überprüft. Weil Studien zum Weltkapitalstock nur sehr selten erfolgen, ist eine häufigere Überprüfung wenig sinnvoll.

Dabei werden folgende Schritte durchgeführt:

- 1) Zuerst wird überprüft, ob es sinnvoll ist, die Asset-Allokation, vor allem bei neuen Studien zur Weltmarktallokation, bzw. die Regeln für signalgesteuerte Portfolios zu ändern
- 2) Zusätzlich wird überprüft, ob es z.B. aus steuerlicher Sicht interessante Portfolioänderungsideen geben kann
- 3) Im nächsten Schritt wird überprüft, ob es sinnvoll ist, die ETF-Selektionsregeln oder die Einzeltitelselektionskriterien zu ändern.
- 4) Anschließend werden die jeweiligen Selektionsregeln auf die jeweiligen Universen angewendet.

²¹⁹ der Begriff wird im Folgenden auch für andere systematische Allokationsanpassungen verwendet

²²⁰ Weigel (2016), S. 3, 8 und 11

²²¹ Granger et al. 2014, S. 17: Diverging asset prices can lead to marked underperformance of rebalancing strategies (Verweis auf 2000-2002 und 2008/2009).

Zum Jahresende werden die Musterportfolios entsprechend angepasst und die Änderungen an die Newsempfänger kommuniziert. Änderungen werden auf www.soehnholzesg.com im „Archiv“ und in diesem Buch dokumentiert. Es ist geplant, die Überprüfungen jährlich zu Jahresende durchzuführen²²².

6.6. Asset-Allokationsänderungen in normalen Marktphasen

Wir planen auch in Zukunft die Asset-Allokationen auf frei öffentlich zugänglichen Informationen zu basieren. Dazu werden vor allem künftige Untersuchungen der beiden bisher wichtigsten Quellen Doeswijk/Lam/Swinkels aus dem Jahr 2014 und Vacchino/Schuller aus 2015 berücksichtigt. So ist im Oktober 2016 „The Global Capital Stock: A Proxy for the Unobservable Global Market Portfolio“ von Gregory Gadzinski, Markus Schuller und Andrea Vacchino erschienen und Ende 2019 eine aktualisierte Version mit Daten bis Ende 2016 bzw. Ende 2021 aktualisierte Daten für Ende 2019.

Alle Quellen haben Stärken und Schwächen und werden von uns deshalb nicht eins zu eins übernommen, sondern gemeinsam mit Erkenntnissen aus weiteren Quellen zusammengefaßt.²²³

Die Studie Gadzinski/Schuller/Vacchino zeigt weitgehend stabile Allokationen zu einzelnen Assetklassen für die analysierte Periode von 2005 bis 2015. Verschiebungen gab es in der Zeit vor allem von Immobilien zu Anleihen. Allerdings sind die Zahlen vor allem bei „Land“ erheblich anders als bei der Erstveröffentlichung der Daten²²⁴. Als Konsequenz für uns ergibt sich ein Abbau unserer Allokation zum Agraraktiensektor von 5% auf 0%. Begründung: Bei Vacchino/Schuller lag der Agraranteil noch bei 16%, bei Gadzinski/Schuller/Vacchino liegt er dagegen in keinem Jahr über 2%²²⁵.

Eine Allokation von 2% liegt unterhalb der Schwelle, die wir für Allokationen zu einzelnen Anlagesegmenten festgesetzt haben. Bei Doeswijk/Lam/Swinkels erscheint der Agrar/Landanteil nicht separat. Die bisherige 5% Agrarallokation wird deshalb bei uns auf weltweite Aktien aufgeteilt, womit wir unsere Allokation der von Doeswijk/Lam/Swinkels annähern.

²²² Stichtag für Analysen ist typischerweise der 30.10. oder 30.11. eines Jahres

²²³ Die meisten Schwächen bzw. Einschränkungen der jeweiligen Ansätze werden in den Publikationen selbst beschrieben. Dabei geht es z.B. um Abgrenzungen zwischen Kapitalanlagen und unternehmerischen Anlagen z.B. in Bezug auf Unternehmensbeteiligungen und die schwierige Bestimmung der Werte von illiquiden Anlagen.

²²⁴ Vacchino/Schuller 2015

²²⁵ Für diese Veränderung haben wir keine Erklärung gefunden.

Die aktualisierte Untersuchung von Doeswijk/Lam/Swinkels wurde nach dem Jahresende 2016 publiziert und deshalb erst für mögliche Portfolioänderungen in der jährlichen Überprüfung zu Ende 2017 berücksichtigt. Unsere aktuellen Allokationen finden sich im Kapitel 2.1.13.

6.7. Portfolioänderungen bei signalabhängigen Portfolios und Auswirkungen auf Musterportfolios

Wenn Verkaufssignale erfolgen, werden alle ETFs aus den Trendfolge-Musterportfolios entfernt und die jeweils freigewordene Allokation in „Cash“ gehalten²²⁶.

Bei Kaufsignalen wird wie bei der Allokation des Parallelportfolios ohne Trendfolgesignale investiert, d.h. z.B. das ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend wie das ESG ETF-Portfolio ex Bonds. Achtung: Die Umsetzungskosten für solche Trendfolgeportfolios können sehr hoch sein, wenn die Tradingkosten hoch sind und oft Signale umgesetzt werden.

6.8. Regelmäßige unterjährige Anpassungen der Aktien- bzw. ETF-Musterportfolios

Verschmelzungen von Aktien oder ETFs werden sofort im Musterportfolio umgesetzt, nicht jedoch in Indizes²²⁷. Wenn Aktien oder ETFs entfallen, wird nach einem Ersatz gesucht, der den Allokations- und Aktien- bzw. ETF-Selektionsregeln entspricht. Wenn ein solcher Ersatz gefunden wird, wird er innerhalb eines Monats nach Entfall des ursprünglichen ETFs bzw. der ursprünglichen Aktie im Portfolio aufgenommen. Wenn kein passender Ersatz gefunden wird, erfolgt die Allokation bis zur jährlichen Portfolioüberprüfung in „Cash“.²²⁸

„Cash“ aus ausschüttenden ETFs bzw. Aktien wird für das Musterportfolio direkt nach der fiktiven Ausschüttung wieder in den zugehörigen ETF bzw. die Aktie angelegt. Das gilt nicht für sogenannte Income-Portfolios, dort bleibt die Ausschüttung in „Cash“.

²²⁶ Bis Ende 2020 wurden noch Signale für einzelne ETFs genutzt, seitdem nur noch für komplette Portfolios

²²⁷ Bis auf die Top 200/400 Indizes, bei denen einzelne Ausfälle kaum Auswirkungen haben sollten, haben Indizes, anders als Portfolios, keine feste (Ziel-)Anzahl von Bestandteilen.

²²⁸ Es sollte immer passende Aktien geben, deshalb sind hier nur ETFs erwähnt

Es ist nicht unbedingt sinnvoll, die Depots von Bestandsanlegern immer auf möglicherweise veränderte Musterportfolios anzupassen. Auch bei zusätzlichen Investments in oder Teilverkäufen von Portfolios ist auf das Kosten-Nutzen Verhältnis zu achten.²²⁹

6.9. Weiterführende Informationen für Interessenten an den Portfolios, Anleger und Berater

Bei Liquidationen oder Verschmelzungen von Aktien oder ETFs erfolgen automatische Portfolioänderungen in allen Depots. Neuanlagen von Ausschüttungen oder Liquidationserlösungen erfolgen jedoch entweder manuell durch den Anleger oder seinen Berater bzw. automatisiert – jedoch mit typischerweise abweichenden Regeln – durch Vermögensverwalter.

Portfolioänderungen werden von uns als „strategisch“ oder „technisch“ klassifiziert.²³⁰ Großanleger können typischerweise alle Änderungen effizient umsetzen, Klein- bzw. Sparplananleger sollten aus Kostengründen dagegen nur wichtige Änderungen umsetzen.

Die u.g. Umsetzungstabelle zeigt die unterschiedlichen Kategorien, die zu einer Veränderung der Allokationen in den Portfolios führen und möglicherweise einer Anpassung bedürfen (Dokumentation der Trades siehe „Archiv“ auf www.soehnholzesg.com). Nur wenige der Änderungen erfolgen automatisch und selbst bei diesen kann vom Anleger noch eine Entscheidung durch seine Depotbank verlangt werden.

| # | Name der Transaktion/des Events/Triggers | Erläuterung | Begriff | Häufigkeit | ToDo des Beraters bzw. Anlegers |
|---|--|---|-------------|---------------------------|-----------------------------------|
| 1 | Strategische Anpassung | Eine neue Information liegt vor oder eine Weiterentwicklung wird vorgenommen. Gemäß der Methodologie der Portfolio-Erstellung (z.B. WMP-Gedanke) muss ein Anlagesegment aufgenommen, ersetzt oder die Allokationen um dieses erweitert werden (enthält u.a. die jährliche Überprüfung der Weltmarktallokation und die Folgen) | Strategisch | 1x jährlich (bestenfalls) | manuelle Anpassung des Portfolios |

²²⁹ Vanguard 2015, S. 10: "Rebalancing a portfolio with dividends, interest payments, realized capital gains, or new contributions can help investors both exercise risk control and trim the costs of rebalancing"; vgl. auch Pedersen 2016 und Weigel 2016

²³⁰ Darüber hinaus gibt es die Begriffe „diversifizierend“ und „optimierend“, wie in der Tabelle dargestellt

| | | | | | |
|---|---|---|------------------|--|--|
| 2 | ETF- oder Aktien-Event: Liquidation kein Ersatz | Der ETF oder die Aktie im Portfolio wird nicht mehr handelbar sein; es gibt keinen Nachfolge-ETF/keine Nachfolge-Aktie (automatischer Ersatz) und es gibt keinen Nachfolger-ETF/-Aktie | Technisch | unbekannt, <1x p.a. erwartet | automatische Anpassung durch Depotbank |
| 3 | ETF -oder Aktien-Event: Liquidation und Ersatz-ETF/Verschmelzung AUTO | Der ETF oder die Aktie im Portfolio wird nicht mehr handelbar sein; es gibt aber einen benannten Nachfolger, der bei Depotbanken automatisch eingebucht wird | Technisch | unbekannt, <1x p.a. erwartet | automatische Anpassung durch Depotbank |
| 4 | ETF- oder Aktien-Event: Liquidation und Ersatz-ETF/-Aktie MANUELL | der ETF oder die Aktie im Portfolio wird nicht mehr handelbar sein; es gibt keinen Nachfolge-ETF, der von der KVG benannt wurde (automatischer Ersatz ist) bzw. keinen automatischen Nachfolger bei Aktien, aber wir selektieren einen passenden Ersatz-ETF und bei Aktien eine passende Ersatz-Aktie | Strategisch | unbekannt, <1x p.a. erwartet | manuelle Anpassung des Portfolios |
| 5 | ETF- oder Aktien-Event: Neue Selektion | Ein ETF/eine Aktie ersetzt einen ETF/eine Aktie im Portfolio, da die Selektion für den neuen ETF, eine neue Aktie spricht | Strategisch | abhängig von Portfolio-Strategie, ETF-/Aktien-Anzahl | manuelle Anpassung des Portfolios |
| 6 | Rebalancing | Strategisches/regelmäßiges Rebalancing, z.B. jährlich auf Soll-Allokationen; auch Rebalancing auf Grund von Über-/Unterschreiten von Ober-/Untergrenzen | Diversifizierend | 1x jährlich oder öfter bei Abweichungs-Limits | manuelle Anpassung des Portfolios |
| 7 | Folge-Rebalancing | Das Rebalancing ist Folge einer anderen Aktion (z.B. dem Verkauf eines ETFs). Es betrifft zumeist alle anderen Positionen im Portfolio mit relativ kleinen prozentualen Anpassungen | Optimierend | mehrmals jährlich, da Folge mehrerer Trigger | manuelle Anpassung des Portfolios |

Zu jedem Zeitpunkt gibt es nur immer genau eine Musterportfolio-Version einer jeden Anlagestrategie. Das Musterportfolio ist für alle gleich. Für das aktuelle Datum ist es immer das Portfolio auf der Webseite. Es beinhaltet alle Änderungen (jährlich und unterjährig), die von uns seit Live-Start eines Portfolios vorgenommen wurden.

Anleger, Berater und Vermögensverwalter können News abonnieren, mit denen sie über Musterportfolioänderungen informiert werden. Dabei ist für den jeweiligen Anleger zu entscheiden, ob alle Musterportfolioänderungen umgesetzt werden sollen oder nur bestimmte (wichtige) Änderungen und wann die Anpassungen erfolgen sollen, z.B. möglichst schnell oder ein Mal pro

Jahr. Änderungen können über Partner-Vermögensverwalter bzw. Banken auch automatisiert umgesetzt werden.

7. Unsere Nachhaltigkeitspolitik

7.1. Ausgangslage

Dieses Dokument wurde auf Basis des von uns mit entwickelten Policy for Responsible Investment Scoring Modells der DVFA (PRISC) entwickelt. Die hier genutzten Begriffe entsprechen der Klassifikation der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (siehe hier). Künftige regulatorische Entwicklungen, wie sie sich z.B. aus der sogenannten EU Taxonomie ergeben, werden nach deren Verabschiedungen berücksichtigt.

DVFA PRISC Policy for responsible investment scoring

Verantwortungsvolle Geldanlagen: Vorschlag einer praxistauglichen Klassifizierung
Prof. Dr. Dirk Soehholz
Ralf Frank
September 2018

DVFA Orientierungs-Leitfaden für eine ganzheitliche Beurteilung verantwortungsvoller Geldanlagen (DVFA PRISC - Policy for Responsible Investment Scoring)
DVFA Kommission Sustainable Investing
Januar 2020

Aktuelle Versionen: <https://www.dvfa.de/derberufsverband/prisewebanwendung.html> „Dokumente“

Soehholz ESG
Pure & SDG & Custom Portfolios

7.2. Überblick über das DVFA Verantwortlichkeitsmessungstool

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.

Wir nutzen aktuell nur die Kategorien 1) bis 5). Stimmrechtsausübungen und Aktionärsengagement werden als für die meisten Anleger nicht effizient angesehen²³¹. Auch „Incidents“ bzw. unterjährige Veränderungen von ESG-Scores werden – außer für den Fonds und auf Partnerwunsch - nicht berücksichtigt (Begründungen siehe <http://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/>).

Bei dem Tool wird davon ausgegangen, dass Geldanlageportfolios normalerweise nicht auf alle Kategorien ausgerichtet sind. 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 bzw. 200%. Wir nutzen diese Adjustierung nicht.

²³¹ Vgl. Söhnholz 2020

Limitiertes Vermögen auf verantwortungsvollste Anlagen fokussieren!

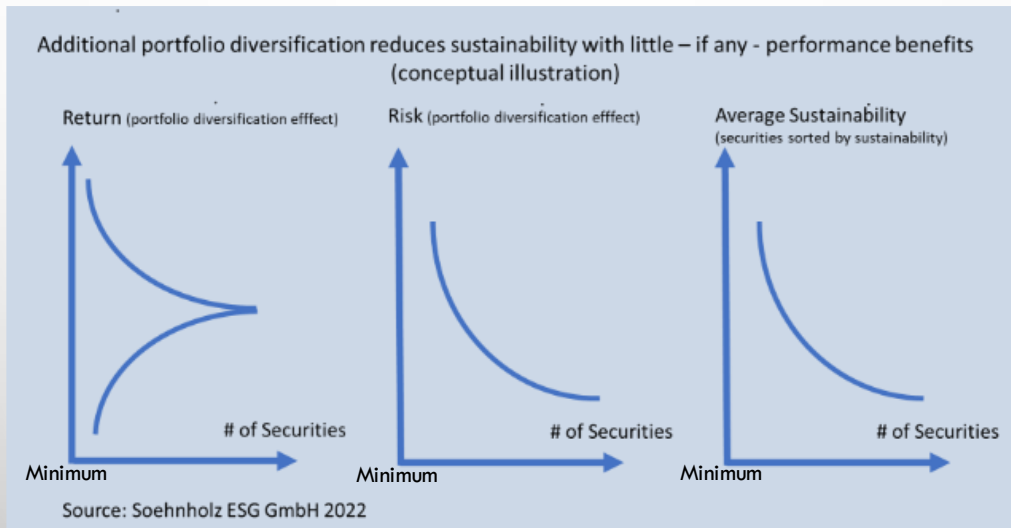


7.3. Basis für die Bestimmung von verantwortungsvoller Geldanlagepolitik

Wir gehen 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 werden²³².

²³² Details siehe Vgl. [30 stocks, if responsible, are all I need - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehholz.com\)](https://www.prof-soehholz.com/blog/30-stocks-if-responsible-are-all-i-need)

Theorie: Je Konzentrierter, desto grüner!



7.4. Ausschlüsse: Mehr sind besser

Bei der Kategorie „Ausschlüsse“ gehen wir davon aus, 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. Wir gehen davon aus, 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 beziehen wir uns aber nur auf die Produktion und spezialisierte Lieferanten bzw. Abnehmer/Händler. So sollte ein spezialisierter Tabakhändler ausgeschlossen werden, nicht jedoch unbedingt ein klassischer Lebensmittelhändler, der auch Tabak anbietet. Auch ein Unternehmen, das 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 orientieren wir uns 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 zählen wir Waffen als eine einzige Ausschlusskategorie. Im Laufe der Jahre haben wir unsere Ausschlussliste allerdings angepasst. Aktuell werden z.B. pharmazeutische (nicht jedoch grausame oder kosmetische) Tierversuche bzw. Gentechnik (nicht jedoch embryonale) zugelassen²³³. Dafür nutzen wir andere eher unübliche Ausschlüsse wie Rinder- und Schweinefleischproduktion.

7.5. SDG- 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 Positivkriterien orientieren wir uns 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, „nur“ weil Danone Nahrungsmittel produziert. Außerdem findet man teilweise traditionelle Produktions- oder Energieunternehmen in solchen Indizes/Fonds, nur weil sie einen kleinen Umsatzanteil im Sinne der SDG-Ziele haben.

Wir nutzen nur Netto-Umsätze im Sinne der SDG-Ziele. Das heißt, dass ein Unternehmen erst in ein SDG-Portfolio aufgenommen werden kann, wenn es mindestens 50% des Umsatzes in SDG-kompatiblen Segmenten macht. Solange noch keine verlässlichen SDG-Messungsstandards festliegen, muss man sich dabei auf die Meldungen der Unternehmen selbst bzw. unabhängige Datenanbieter verlassen.

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.

²³³ Im FutureVest Fonds werden ab 2023 alle Tierversuche und genetisch manipulierte Organismen ausgeschlossen

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 (zumindest implizit) sehr viele Ausschlüsse.

7.6. Exkurs: Relative Impact Investing, Absolute Impact Investing und Additionalität

Die Kernbegriffe: Impact und Additionalität

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 etwas 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 wird hier als Absolute Impact Investing²³⁴ bezeichnet.

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. Außerdem sind sie liquide. So kann also

²³⁴ Zu Impactinvestments generell vgl. Wendt 2017

etwas Positives im Sinne der SDG ohne Nachteile für Geldanleger erreicht werden. Das hört sich sehr gut an.

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. 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.

Kritiker weisen außerdem darauf hin, dass günstigere Finanzierungen zu niedrigeren Renditen für Geldgeber führen können. Bei vergleichbaren Risiken wäre das konzeptionell korrekt. Wenn (Ausfall-)Risiken nicht-nachhaltiger Unternehmen aber höher sind als die von nachhaltigen Unternehmen, dann haben nachhaltige Investments künftig nicht unbedingt eine schlechtere Performance zu erwarten.

Traditionelle Kritiker weisen zudem 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 des Global Equities ESG SDG Aktienindizes in 2017 aber sehr positiv.

Das 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. Wenn solche Unternehmen real wachsen bzw. sogenannte Wachstumsunternehmen sind, was vielfach der Fall ist, bringt ihre Umsatzsteigerung bzw.

Investitionssteigerung typischerweise Additionalität. Beispiel ist ein börsennotierter Krankenhausbetreiber, der ein zusätzliches Krankenhaus baut und betreibt.

Branchenorientierter Relative Impact Ansatz

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.

Wir nutzen deshalb einen Segmentansatz. Dabei werden vor allem Gesundheit, Infrastruktur, erneuerbare Energien und Wasserver- und Entsorgung als grundsätzlich SDG-kompatibel definiert.

Zulässige Gesundheitsunternehmen dürfen aber keine embryonale Gentechnik und keine kosmetischen bzw. grausamen Tierversuche nutzen. Und Infrastrukturunternehmen werden nur in das Portfolio aufgenommen, wenn sie einen Schienen- oder Telekommunikationsfokus haben. „Fossile Energien“ stehen auf der Ausschlussliste und deshalb werden auch „fossilfuel-lastige“ Flughafen- und Autobahnbetreiber ausgeschlossen.

Außerdem werden nur Unternehmen in ein solches Portfolio aufgenommen, die auch unsere Mindestanforderungen in Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Governancekriterien erfüllen²³⁵.

Relative Impact ist nur schwer messbar

Die Impactmessung ist aus mehreren Gründen schwierig. 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 explizite Politik wohl nicht, weil Kinderarbeit gesetzlich verboten. 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, zum Beispiel „Total community lending, financing and investments which are not considered donations“. Dafür gibt es aber für viele Unternehmen keine verlässlichen Daten. Andere Datenfelder bzw. Kennzahlen sind geeignet für die Impactmessung und meist auch gefüllt. Das sind zum Beispiel Emissions, Resource Use, Diversity, Inclusion und People Development Scores.

²³⁵ Vgl. Abschnitt zu den ESG Mindestanforderungen bzw. Aktienselektionskriterien

Selektions- versus Messkriterien

Allerdings sind diese Scores Unterbestandteile der Umwelt- und Sozialratings, die bereits für die Vorselektion der Wertpapiere für die SDG-Indizes und -portfolios genutzt werden. Die Subscores könnten höher gewichtet werden als im Standard, aber wie? Denn Höhergewichtungen dieser Subscores führen zu geringeren Gewichtungen anderer Subscores, die ebenfalls wichtig sind. Die spezifischen Subscores für Diversität etc. helfen also nicht viel weiter und werden deshalb von uns nicht für die Wertpapierselektion genutzt, es sei denn Kunden möchte das explizit.

Für die Selektion von Aktien bzw. Anleihen nutzen wir schon seit 2015 separate Mindestwerte für die E, S und G Scores. Mit unseren relativ hohen Anforderungen an die E, S und G Scores sind unsere Portfolios bisher meist erfolgreich gewesen. Zusammen mit Mindestliquiditätsanforderungen und vielen und strengen Ausschlüssen erfüllen im Jahr 2020 nur knapp 70 Aktien alle Anforderungen inklusive unsere SDG-Marktsegmentanforderungen. Zusätzliche Mindestanforderungen zum Beispiel in Bezug auf die oben erwähnten Subscores für Inklusion würden das zulässige Investmentuniversum wahrscheinlich zu stark reduzieren.

Kritik an sogenannten ESG und Impact Progress und Momentum Ansätzen

Die Fortschritte von Portfoliounternehmen in Bezug auf E, S, G und/oder die oben genannten Subscores wie Diversität kann man durchaus messen. Es ist aber gut möglich, dass die Fortschritte der von uns selektierten Titel relativ gering ausfallen. Grund dafür sind die 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? Wir verfolgen explizit einen anderen Ansatz. Danach sollten Anleger ihr Geld lieber in besonders gute Unternehmen anlegen und nicht in solche, die bisher wenig Soziales oder Ökologisches getan haben. Wenn „schlechte“ Unternehmen das mitbekommen, sollten sie von alleine genug Anreize haben, um besser zu werden.

Relative Impact Messung kann nicht schaden

Auch als Anleger in schon besonders gute Unternehmen kann man die Veränderung von Ratings messen. Die Frage ist, 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, müssen Anleger bei relativ geringen Verschlechterungen nicht unbedingt mit Verkäufen bzw. Divestments 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 unseren ESG (SDG) Modellportfolios erfolgen die Überprüfungen und Änderungen, mit Ausnahme unseres monatlich geprüften Fonds, typischerweise nur einmal pro Jahr. Dabei ist die Portfolioumschichtung durch Ratingänderungen umso größer, je mehr Ratings geprüft werden. Wenn man Mindestanforderungen an zusätzliche Kriterien wie People Development hätte, würde sich der Turnover im Portfolio erhöhen und die Kosten würden dadurch steigen.

Relative Impact und Absolute Impact miteinander kombinieren

Das nach diesen Regeln zusammengestellte ESG SDG Index hat sich seit der Auflage 2017 sehr gut entwickelt. Er hat 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 die Ansätze aber auch miteinander kombinieren, indem man in beide Arten von Portfolios investiert.

7.7. ESG-Score Definition: Granularer ist besser

ESG-Indizes bzw. ESG-ETFs gewichten und/oder selektieren Wertpapiere typischerweise 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 kann man die Anzahl der Bestandteile im jeweiligen Index betrachten: 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. Wir meinen, 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: Anzahl der vom ESG-Datenanbieter gerateten Unternehmen 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 sehr viel stärker, denn es gibt viel weniger als 3.000 Unternehmen, die beim E, S und G Score gleichzeitig zu den 50% besten Unternehmen gehören.

Ein ESG-Score kann sich aus über 100 Einzelscores zusammensetzen. Mindestscorer für alle Kriterien einzeln vorauszusetzen ist deshalb wenig praktikabel, deshalb nutzen wir diese nur für E, S und G. Wir nutzen die E, S und G-Ratings eines Anbieters, welche die im Klassifikationsdokument der DVFA genannten Mindestanforderungen erfüllen.

7.8. Best-in-Universe (BiU) ist besser als Best-in-Class (BiC)

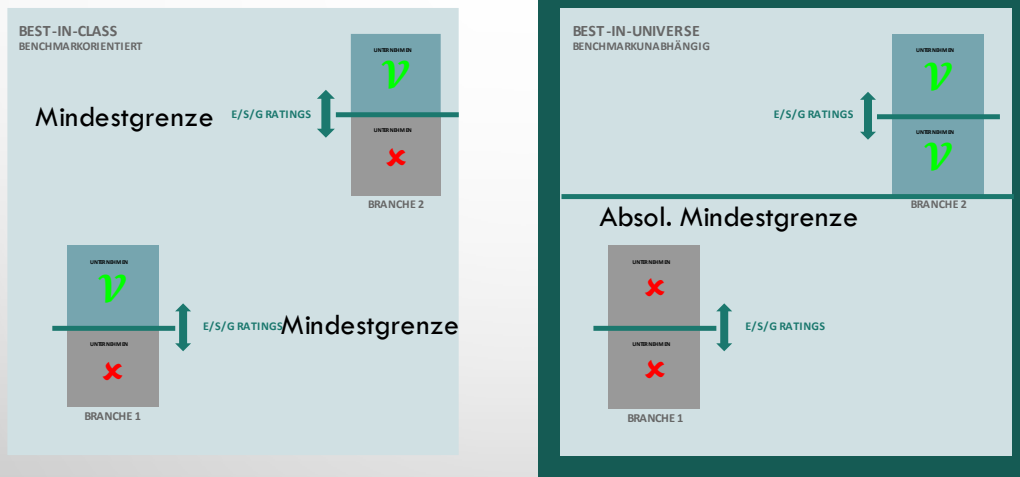
Dabei ist wichtig zu unterscheiden, ob ein sogenanntes Best-in-Universe (BiU) oder best-in-Class (BiC) Verfahren genutzt wird.

Angenommen, nur die 25% besten aller Unternehmen in Bezug auf einen ESG-Score aus dem zulässigen Universum dürfen in ein Portfolio aufgenommen werden (BiU). Das würde wohl dazu führen, dass z.B. Ölförderer nicht in ein 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 auch die nach ESG-Score besten Ölförderer 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 nicht grundsätzlich ökologisch schlecht sein.

Indexunabhängiger Best-in-Universe Ansatz

Es werden nur die besten aller Aktien und nicht aus einer Klasse (wie traditionelle Energieanbieter) selektiert



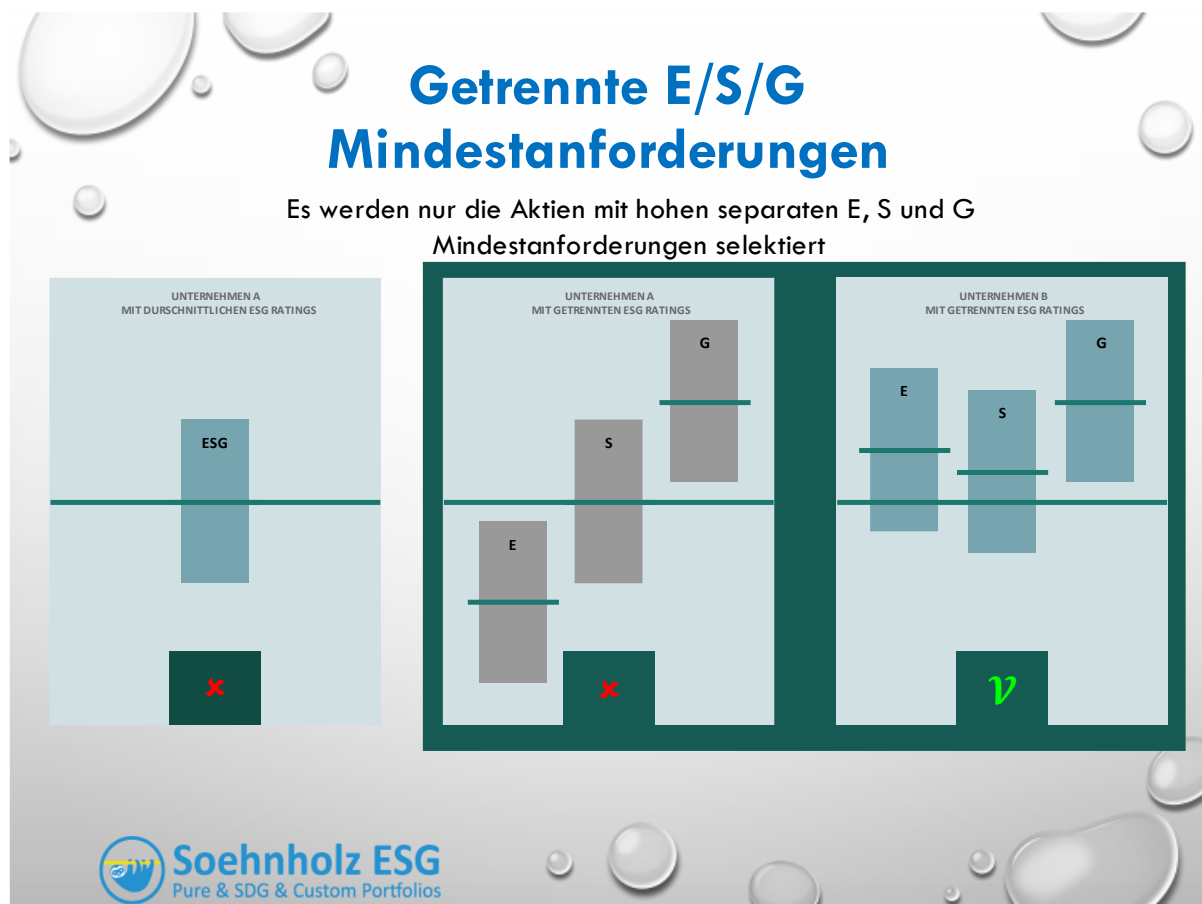
7.9. Mindestanforderungen an ESG-Scores

Mindestscoring heißt, dass z.B. die schlechtesten x% nach ESG-Score oder separaten Kriterien nicht für ein Portfolio zulässig sind. Wir nutzen grundsätzlich nur noch Aktien für Einzelaktienportfolios, die zu den Aktien mit den 50% besten E, S und G Scores gehören. Dafür nutzen wir seit Ende 2020 einen Best-in-Universe Ansatz. ESG-Messfrequenz: Häufiger ist nicht unbedingt besser

Mit der Häufigkeitsdimension wird abgefragt, wie oft „verantwortlichkeitsrelevante“ Daten aktualisiert werden. Unsere und viele andere ESG-Ratingagenturen machen das grundsätzlich einmal pro 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. Außerdem ändern sich jährliche ESG-Ratings typischerweise nicht sehr stark von Jahr zu Jahr.

Bei häufigen Änderungen sind zudem die (Handels-)Kosten für die Umsetzung im Portfolio zu berücksichtigen. Deshalb reichen uns grundsätzlich jährliche ESG-Scores und wir nutzen die Messfrequenz-Kategorie nicht zur Beurteilung von Portfolios. Sie Ende 2020 nutzen wir zwar wöchentlich aktualisierte Ratings für das Monitoring einzelner Portfolios, diese sind aber ziemlich stabil im Jahresverlauf.



7.10. 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, d.h. für ein rein deutsches Portfolio ist das für deutsche Anleger am einfachsten und günstigsten.

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.

Wir nutzen die Voting-Kategorie deshalb nicht zur Nachhaltigkeitsbeurteilung von Portfolios, sondern plädieren für einen Nichtkauf bzw. Verkauf (Divestment) von Titeln mit unerwünschtem Verhalten. Wir gehen davon aus, dass nicht-nachhaltiges Verhalten der Unternehmen in unseren Portfolios aufgrund der vielen genutzten Ausschlüssen und der strengen ESG-Anforderungen selten vorkommen.

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 auch für Engagement, weshalb wir dieses Instrument bzw. diese Beurteilungskategorie ebenfalls nicht unbedingt für unsere Portfolios nutzen, auch wenn wir bereits ein Engagement initiiert haben²³⁶.

Anleger mit überwiegend relativ geringen Anlagevolumina wie unsere Kunden, die nicht so breit diversifizieren müssen, können sich auf die verantwortlichsten Unternehmen konzentrieren.

²³⁶ Vgl. [Engagement test \(Blogposting #300\) – Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](#). Für den FutureVest Fond soll künftig Engagement ausgeübt werden

Die (Real-)Wirtschaft wird ohne Anlegergeld nicht eingehen



Unternehmen können Investitionen innenfinanzieren (Gewinne, ggf. höhere Preise auch wegen ext Effekte, Dividendenkürzungen) und ggf. gibt es staatliche Transitionszuschüsse



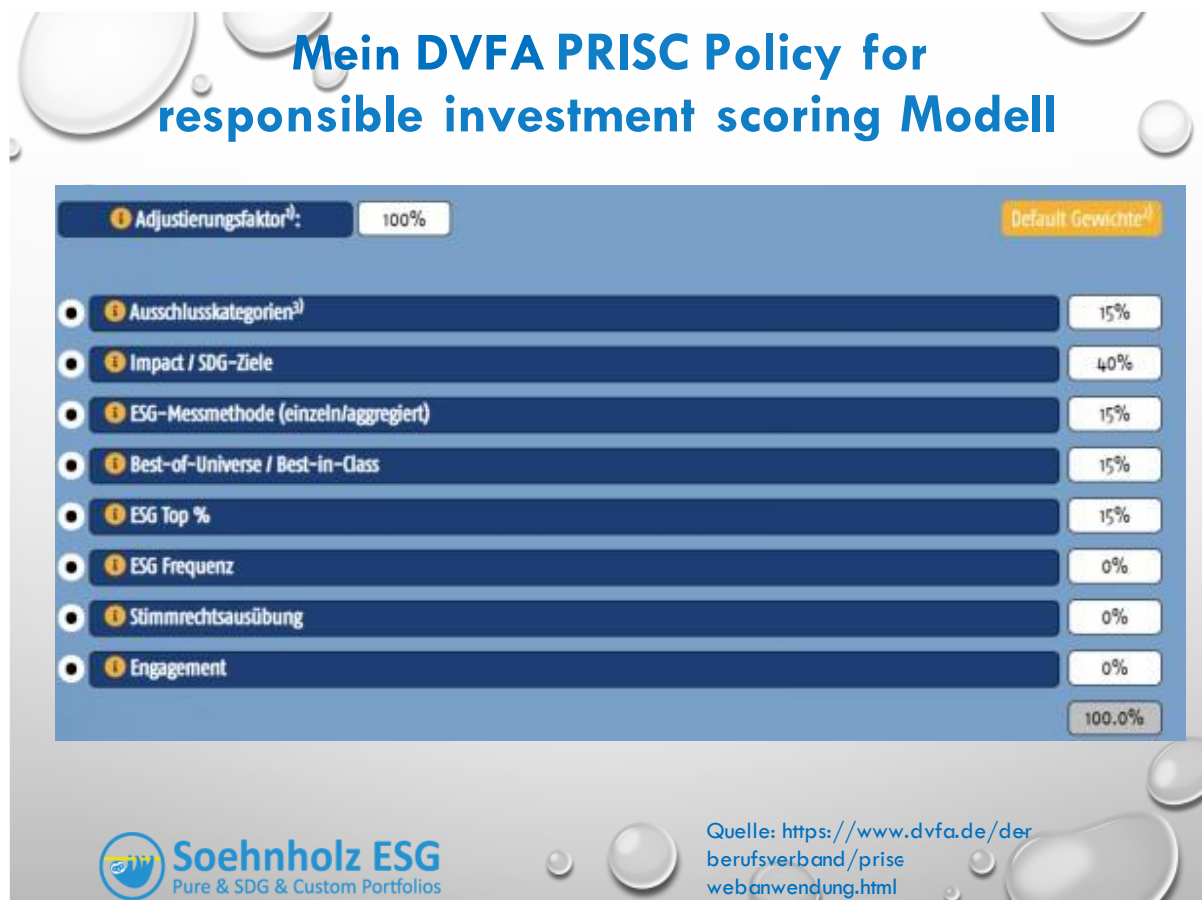
7.11. Kalibrierung

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% der Gesamtpunktzahl hinaus. Deshalb wird ein Adjustierungsfaktor von 200% als 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 wir nur fünf der acht Kategorien nutzen, erreichen viele der uns bekannten sogenannten „nachhaltigen“ Fonds ohne Kalibrierung trotzdem nur unter 50% des möglichen Scores. Wir nutzen diese Kalibrierung ab 2021 nicht mehr, da unsere Portfolios sonst t.w. einen Score von über 100% erreichen würden, was schwer zu erklären ist.

Ein Anwendungsbeispiel für PRISC in Bezug auf unsere Portfolios findet man hier: <https://prof-soehholz.com/prisc-policy-for-responsible-investment-scoring-die-taxonomiealternative-von->

[der-dvfa/](#). Die folgenden Grafiken zeigen unsere Nutzung bzw. Einstellung des DVFA Scores ab 2021²³⁷:




²³⁷ Zur Begründung vgl. auch Söhnholz 2020

PRISC Policy for responsible investment scoring: Beispiel

| | |
|------------------------------------|--|
| Global Equities ESG SDG Portfolio | PRISC Score ^{h)} : 100% |
| Ausschlusskategorien ³⁾ | > 6 Ausschlusskriterien |
| Impact / SDG-Ziele | >50% vom Umsatz/CapEX |
| ESG-Messmethode | E, S, G separat mit Ausweis von Mindestscoring |
| Best-of-Universe / Best-in-Class | Best-of-Universe |
| ESG Top % | >=50% "Schlechtesten" ausgeschlossen |
| ESG Frequenz | Seltener als monatlich |
| Stimmrechtsausübung | -- Wählen Sie eine Option -- |
| Engagement | -- Wählen Sie eine Option -- |

Quelle: <https://www.dvfa.de/der-berufsverband/prise-webanwendung.html>

 **Soehholz ESG**
Pure & SDG & Custom Portfolios

Weil uns inzwischen verlässliche Nachhaltigkeitsdaten auf Basis der einzelnen Wertpapiere für ETFs vorliegen, werden ab Ende 2021 ETFs anhand dieser Daten beurteilt (siehe Abschnitt zu ESG ETF-Portfolios weiter oben).

8. Fragen und Antworten²³⁸

8.1. Renditen und Risikokennzahlen

8.1.1. Wieso werden die Portfolios als „most passive“ und manchmal auch als einfach bezeichnet?

Die Bezeichnung „most passive“ ist konzeptionell zu verstehen (s. auch „Das most-passive Anlageportfolio der Welt ist sehr attraktiv“ auf www.prof-soehnholz.com vom 21.7.2016). Wir nutzen für unsere Portfolios sogenannte passive, also indexfolgende Fonds, meist in Form von börsennotierten Exchange Traded Fonds bzw. ETFs oder bilden selbst möglichst passive Portfolios aus einzelnen Aktien. Die Allokation auf Anlagensegmente und die Selektion von ETFs und Aktien sowie die Veränderungen im Zeitablauf folgen transparenten Regeln. Dabei ist keinerlei „Trading“ geplant, sondern jede Portfolioposition soll im Idealfall möglichst lange unverändert gehalten werden. Anders als bei anderen Portfolios ist auch die Startallokation zum Portfolio transparent aus klaren Regeln abgeleitet. Die Startallokation ist bei den ETF-Portfolios typischerweise vom Weltanlagekapitalstock abgeleitet, also den aggregierten Kapitalanlagen aller Investoren weltweit. Das ist unserer Ansicht nach die passivste Kapitalanlagemöglichkeit, weil sie mit den wenigsten und nur nicht-willkürlichen Regeln auskommt. 50/50 Aktien/Anleihen Portfolios sind auch sehr passiv, aber die 50/50 Allokation ist willkürlich festgelegt. Außerdem muss eine starre Allokation wie 50/50 regelmäßig auf ihre Ursprungsallokation zurückgeführt werden, weil sich einzelne Anlagen im Zeitablauf verändern. Im Weltmarktportfolio sind Rebalancierungen nicht unbedingt nötig (und wurden für unsere Rückrechnungen auch nicht genutzt). Anleger, die genau wie das Weltmarktportfolio investiert sind, müssen theoretisch nie rebalancieren, solange das Geld aller Anleger in den vom Portfolio abgedeckten Anlageklassen bleibt und nicht z.B. auf oder aus „Cash“ umgeschichtet wird. Denn Verkäufe (bzw. Käufe) von einer Anlageklasse durch Anleger insgesamt führen üblicherweise zu Kurs- bzw. Preissenkungen (bzw. Steigerungen), so dass die Allokation im Weltmarktportfolio automatisch mit sinkt (bzw. steigt). Allerdings behalten wir uns eine – um Transaktionskosten gering zu halten normalerweise einmal jährliche - Adjustierung der Portfolios vor. Das liegt daran, dass es neue Erkenntnisse zu der Weltkapitalstockverteilung geben kann oder dass es zusätzliche oder bessere ETFs im Sinne unserer Regeln gibt. Das ist vor allem für die

²³⁸ Hinweis zu Querverweisen: In den Antworten werden Stichworte unterstrichen, zu denen an anderer Stelle weitere Hinweise gegeben werden. Es handelt sich nicht um automatisierte Verlinkungen. Zu den Stichworten kommt man mit Hilfe der allgemeinen Suchfunktion.

Segmente „Alternatives“ (die in fast allen unseren Portfolios stark vertreten sind) und ESG zu erwarten. Außerdem kann es steuerliche Vorteile haben, ETFs auszutauschen.

Einstein wird der Satz zugeschrieben: „Mache Dinge so einfach wie möglich, aber nicht einfacher“. Das ist auch unser Motto. Wir sind überzeugt, dass einfache Portfolios sehr gut sein können.

8.1.2. Wieso werden Portfolios explizit für kritische Berater und Anleger angeboten?

Unsere Portfolios wurden zunächst für uns selbst entwickelt. Wir sind kritisch in Bezug auf hohe Kosten von Kapitalanlagen, den Mehrwert von aktivem Management bzw. intensiven Handelsaktivitäten, Modellrisiken und Prognose- bzw. Modellinputs („Garbage in, Garbage out“). Wir kennen die Probleme gängiger Asset Allokations-Methoden, von Index- und ETF-Selektions- und Risikosteuerungsansätzen. Unsere Portfolios sollen deshalb nicht nur günstig und nachvollziehbar, sondern auch möglichst robust im Sinne von unabhängig von Modellen und Inputs sein. Außerdem: Unkritische Berater und Anleger hinterfragen nicht, kritische schon. Wir wünschen uns von Beratern und Anlegern Kritik an unseren Ansätzen, damit wird diese im Sinne der Anleger weiter verbessern können (kontinuierlicher Verbesserungsprozess).

8.1.3. Welche Ziele in Bezug auf Renditen und Risiken werden mit dem Weltmarktportfolio angestrebt bzw. ist die Anlage in die Portfolios besonders rentabel und/oder besonders risikoarm?

Diese Frage kann konzeptionell und statistisch beantwortet werden:

Konzeptionell: Normalerweise sind Portfolios, die besonders rentabel sein können, auch besonders riskant. Hohe Renditen kann man oft mit besonders wenig liquiden bzw. illiquiden Anlagen erreichen. Alle drei großen Anlageziele (Hohe Rendite, niedriges Risiko, hohe Liquidität) gleichzeitig zu erreichen, ist normalerweise unmöglich. Wir streben für unsere Portfolios eine hohe Liquidität bei einem mäßigem Verlustrisiko und einer attraktiven aber keiner maximierten Rendite an. Unsere ETF-Portfolios sind aus dem Weltmarktportfolio abgeleitet. Das Weltmarktportfolio repräsentiert die Anlagen aller Kapitalanleger weltweit, die zu einem großen Teil wenig liquide sind. Unsere Weltmarktportfolios werden nur mit ETFs umgesetzt, die grundsätzlich liquide sind. Das Weltmarktportfolio ist sehr robust: Wenn Anleger Geld von Aktien in Anleihen umschichten, verlieren Aktien und Anleihen gewinnen an Wert. Da sich beide Bestandteile in den Weltmarktportfolios befinden, haben Anleger ein relativ geringes Risiko. Da

die Kapitalanlagen weltweit aus demografischen Gründen und mit höherem Wohlstand weiter steigen werden, sollten Weltmarktportfolios mittelfristig an Wert gewinnen. Zu guten Renditen wollen wir auch mit unseren geringen Kosten unter anderem durch den Fokus auf ETFs beitragen.

Statistisch: Bei Portfolios mit echtem Track Record, also solchen, die es schon länger gibt, kann man die Renditen und Risiken der Vergangenheit analysieren. Dabei geht man davon aus, dass die Vergangenheit Schlüsse auf die Zukunft zulässt. Das funktioniert nur dann, wenn die Anlagestrategie nicht verändert wurde und das Anlageumfeld in der Vergangenheit repräsentativ für die Zukunft ist. Unsere Portfolios sind neu, aber voll regelgebunden. Wir haben die Regeln auf die Vergangenheit angewendet und daraus Kennzahlen errechnet (siehe „Rückrechnungen“). Dabei war es uns wichtig, auch das Krisenjahr 2008 zu analysieren. Idealerweise betrachtet man auch Phasen ansteigender Zinsen. Solche Phasen liegen aber schon relativ lange zurück. Wenn man annimmt, dass unsere Rückrechnung ab 2008 repräsentativ ist, sieht man (unter „Rückrechnungen“), dass unsere Portfolios sehr attraktive Renditen bei verhältnismäßig geringen Risiken erbracht hätten (dazu siehe auch Abschnitt [Faktoranalyse](#)). In 2008 waren die Verluste allerdings hoch, auch wenn sie danach relativ schnell wieder aufgeholt werden konnten. Wir könnten leicht Portfolios zusammenstellen, die in der Rückrechnung bessere Kennzahlen für Renditen oder Risiken zeigen würden. Das können Interessenten sogar selbst machen (s. www.portfoliovisualizer.com). Da wir das nicht machen, sprechen wir von optimierungsfreien bzw. robusten Portfolios. Man könnte zusätzlich auch noch Szenarioanalysen oder Simulationen machen. Das sind Untersuchungen, bei denen analysiert wird, wie sich Portfolios in hypothetischen Situationen verhalten, die es so schon einmal gegeben hat oder die man sich neu ausgedacht hat. Basis für solche Analysen sind in der Regel Vergangenheitsdaten und [Faktoranalysen](#). Da wir für unsere Portfolios meist keine allzu starken Faktorabhängigkeiten feststellen können (s. [Faktoranalyse](#)), bringen uns solche statistischen Analysen kaum neue Erkenntnisse.

8.1.4. Warum steht auf der Webseite die tagesaktuelle Performance der Portfolios ganz oben?

Wir entwickeln Portfolios für Langfristanlagen. Deshalb ist die tagesaktuelle Performance unwichtig für uns. Wir sehen uns auch nicht im direkten Wettbewerb mit anderen Anlagen in Bezug auf Kurzfristperformance. Aber mittel- bis langfristig sollen die Nutzer unserer Musterportfolios attraktive Performances generieren. Und vergangene Performance, auch kurzfristige, ist für viele Anleger immer noch ein wichtiger Ankerpunkt bei der Auswahl der Kapitalanlage (Wir sind allerdings der Ansicht, dass vergangene Performance meist kein guter Indikator für künftige Performance ist.). Wir weisen diese auch aus, weil Transparenz für uns sehr wichtig ist. Außerdem ist das die einzige Information auf unserer Webseite die sich täglich ändert.

8.1.5. Warum wird die Performance nicht nach dem international anerkannten GIPS-Standard berichtet?

Der Internationale GIPS Standard verlangt, dass aggregierte Performancezahlen volumengewichtet werden. Aufgrund des [Small-Data](#) Ansatzes liegen uns aber keine verlässlichen Volumensangaben pro Portfolio vor.

8.1.6. Warum starten die ersten Portfolios am 15.2.2016 mit dem echten Trackrecord?

Die ersten Portfolios wurden Ende 2015 finalisiert und im privaten Depot von Dirk Söhnholz auch umgesetzt. Die Performance jeweils zu Tagesende berechnen wir jedoch erst seit dem 15.2.2016. Seit der offiziellen Gründung der Diversifikator GmbH Anfang März 2016 stehen diese auch ohne Zugriffsbeschränkungen online.

8.1.7. Mit welchen Benchmarks sollte man die Portfolios vergleichen bzw. ist das Weltmarktportfolio nicht selbst eine Multi-Asset Benchmark?

Gute Multi-Asset Benchmarks sind schwer zu finden. Für das Weltmarktportfolios Basis kann eine Benchmark aus 60% Aktien (z.B. ein MSCI Welt All Countries EUR ETF) und 40% Anleihen (z.B. der iShares Global Government Bond UCITS ETF, der allerdings keine Unternehmensanleihen umfasst und den es erst seit 2009 gibt) genutzt werden oder 50/50 als Näherung. Statt Anleihen kann auch unverzinsliches Cash genutzt werden.

8.1.8. Kann man die Portfolios als Benchmarks für andere Portfolios nutzen?

Da alle Portfolios „most passive“ sind, können sie grundsätzlich gut als Benchmarks für aktiv gemanagte Portfolios genutzt werden. Unserer Ansicht nach ist das Weltmarktportfolio Basis selbst eine gute Benchmark für Multi-Asset, vermögensverwaltende, gemischte und Absolut Return Fonds. Und das ESG-ETF Portfolio kann als Benchmark für gemischte ESG-Fonds genutzt werden (siehe dazu auch die Fragen und Antworten unter „Investmentphilosophie“ und die Informationen zum „most passive“ Ansatz). Die Aktienbasierten ESG Portfolios bzw. Indizes können als Benchmarks

für die jeweiligen Aktienmärkte genutzt werden (siehe dazu auch Fragen/Antworten zu Allokationen).

8.2. Anlageprozess/Nutzungstipps

8.2.1. Wie kann man einen passenden Berater/Verwalter finden?

Wir erbringen keine Anlageberatung oder Vermittlung. Technische Fragen können uns aber direkt gestellt werden (Kontaktdaten siehe Impressum). Einige der mit uns kooperierenden Berater bzw. Verwalter werden hier genannt: B2B-Seite auf www.soehnholzesg.com. Um selbst einen Berater bzw. Verwalter zu finden, kann man das BaFin Honoraranlageberaterregister nutzen oder auf www.kennstduenein.de unter Finanzberater, Anlageberater, Vermögensberater oder Vermögensverwalter suchen. Viele Berater verlangen ein Anlagevolumen von mindestens EUR 100.000. Honorarberater und Verbraucherzentralen (VZ) beraten Anleger gegen Gebühr und sind deshalb auch für kleinere Anlagesummen geeignet.

Auf der Unterseite „Portfolioselektion“ kann man gewünschte Berater/Verwalter eingeben. Wir kontaktieren diese, damit diese sich auf entsprechende Anfragen von Interessenten vorbereiten können.

Die Gebühren für die Nutzung von Musterportfolios durch Anlageberater und Vermögensverwalter, die die Musterportfolios für Investmentzwecke bei ihren Kunden verwenden, betragen grundsätzlich 1% p.a. plus Umsatzsteuer von aktuell 19%²³⁹, also 1,19% p.a. des in vollständiger oder überwiegender Nachbildung des jeweiligen Musterportfolios angelegten Kapitals.

Anlageberater bzw. Vermögensverwalter können ihre Gebühren gegenüber Anlegern grundsätzlich frei festlegen. Die Berater bzw. Verwalter zahlen typischerweise einen Teil dieser Gebühren direkt an uns und behalten einen Anteil für ihre Services ein.

Falls Anleger für die Beratung zu bzw. die Verwaltung der Portfolios Anlageberater bzw. Vermögensverwalter nutzen, die keinen Vertrag mit uns haben und deshalb keine Gebühren an uns zahlen, sind die Anleger verpflichtet, uns für die Nutzung der Portfolios direkt zu bezahlen. Das trifft zum Beispiel für die Beratung durch Verbraucherzentralen zu bzw. durch Berater, die keine anlagevolumensabhängigen Gebühren erheben können bzw. wollen.

Beratungshonorare bzw. Vermögensverwaltungsgebühren, die in Zusammenhang mit der Beratung zu unseren Portfolios an Berater bzw. Verwalter ohne Vertrag mit uns gezahlt werden, können teilweise von der Nutzungsgebühr von 1,19% abgezogen werden. In jedem Fall sind aber weiterhin

²³⁹ 16% von Juli bis Dezember 2020

mindestens 0,3% p.a. inklusive Umsatzsteuer²⁴⁰ des in vollständiger oder überwiegender Nachbildung des jeweiligen Musterportfolios angelegten Kapitals an uns zu zahlen.

8.2.2. Wie kann man seine Risikotoleranz bzw. Verlusttragfähigkeit einschätzen?

Ermitteln Sie auf der Unterseite „Portfolioselektion“ oder mit www.behavioral-finance.de, wie viele Verluste oder Volatilität Sie aushalten können. Und nutzen Sie auch die Seite www.portfoliocharts.com, vor allem die Grafiken zu „Heatmaps“ und „Drawdowns“. Gehen Sie unter „Portfolios“ und sehen Sie sich die Grafiken z.B. von „Classic 60-40“ (das ist grob mit unseren Weltmarkportfolios Basis und S vergleichen, die auch etwa 60% Aktien und 40% Anleihen enthalten) und oder auch „Total Stock Market“ an, besonders die Grafiken „Real Returns by Investing Period“. Dort kann man abhängig vom Einstiegsjahr eines Portfolios sehen, ob die Folgejahre positive oder negative Renditen gebracht hätten. Die Grafiken zeigen für die Vergangenheit für die meisten Portfolios nur sehr wenige Verlustperioden an. Allerdings sind Kalenderjahresergebnisse und Vergangenheitsdaten oft keine guten Indikatoren für Zukunftsperformances. Für vergleichbare Analysen kann man z.B. auch www.portfoliovisualizer.com nutzen.

8.2.3. Wie kann man Goal Based Investing (GBI), also eine ziel-abhängige Anlage, umsetzen?

Manche Berater aber auch (US-) Robo-Advisors empfehlen Goal Based Investing (GBI). Die Logik dahinter ist einleuchtend. Unterschiedliche Anlageziele wie Altersvorsorge, Hauskauf oder Urlaub erfordern unterschiedliche Anlagehorizonte. Und wenn man für kurzfristige Ziele spart, sollte man nicht so hohe Risiken eingehen, als wenn man langfristig spart. Dahinter steht die Annahme, dass Anlagemärkte kurzfristig risikoreicher sind als mittel- bis langfristig, weil Verluste nach einiger Zeit oftmals wieder aufgeholt werden. Für wichtige Ziele sollte man weniger Risiken bei der Kapitalanlage eingehen als für unwichtigere Anlageziele, damit die wichtigen Ziele möglichst sicher erreicht werden.

Was konzeptionell gut klingt, ist in der Praxis nicht so einfach umzusetzen. So sind manche der „Goals“ im Anlagebedarf und im Zeithorizont unklar. Das Haus kauft man sich vielleicht erst, wenn das Gehalt ein bestimmtes Niveau erreicht hat und man ein Grundstück gefunden hat. Beides kann dauern. Das nächste Problem ist die Bestimmung des akzeptablen Risikos pro Ziel. Wie viel Unterdeckung kann man sich beim Hauskauf leisten, die dann eventuell mit einer Muskelhypothek oder einem Zimmer weniger kompensiert werden müssen? Wie wird die Wahrscheinlichkeit der

²⁴⁰ 16% von Juli bis Dezember 2020

Unterdeckung in der Kapitalanlage berechnet? Wie verlässlich sind die Annahmen, die hinter dieser Schätzung stehen? Auch beim Goal Based Investing kommt man nicht um eine umfassende Finanzplanung herum, da die Ziele und die Einkommen bzw. Vermögen und Kreditpotentiale miteinander in Einklang gebracht werden müssen. Wenn man aber eine vernünftige Finanzplanung hat, weiß man, wie viel Geld für wie lange angelegt werden sollte. Ein Goal Based Planning ist also sinnvoll. Wenn man dann seine Risikotragfähigkeit pro Goal/Ziel verlässlich einschätzen kann (z.B. mit Hilfe des Tools auf www.behavioral-finance.com, indem man dort die jeweilige Anlagesumme und den Zeithorizont pro Ziel variiert), dann hat man die nötigen Informationen für ein Goal Based Investing. Wenn man genug Anlagevolumen zur Verfügung hat, kann man entsprechend unterschiedliche Anlageportfolios pro Ziel bilden. So kann für das Eigenkapital für den Hauskauf ein Portfolio von EUR 50.000 für geplant 5 Jahre in einem Portfolio mit KIID Risikoklasse 3 angelegt werden und für die Weltreise nach der Pensionierung ein Portfolio von EUR 20.000 über 15 Jahre und der KIID Risikoklasse 5 (zur Kritik an Goal Based Investing siehe auch <http://prof-soehnholz.com/fuehrt-goal-based-investing-zu-niedrigeren-aktienanlagen-und-besseren-beratungsergebnissen/>).

8.2.4. Warum man mindestens 3 Stunden pro Jahr und nicht nur 3 Minuten für seine Kapitalanlagen „investieren“ sollte.

Manche Robo-Advisors werben damit, dass man seine Finanzanlagen mit ihrer Hilfe in sehr kurzer Zeit komplett umsetzen kann: Es werden wenige Fragen zur Risikoneigung beantwortet, man bekommt ein Portfolio vorgeschlagen und kann, nach Angabe individueller Daten und einer Online-Identifizierung, das Portfolio mit einem weiteren „Click“ bestellen bzw. Ordern. Das ist praktisch und meist kann man die Portfolios kurzfristig wieder verkaufen.

Andererseits geht es oft um viel Geld für die Anleger. Unserer Ansicht sollte man sich deshalb mehrere Stunden pro Jahr mit dem Thema Geldanlage beschäftigen. Das gilt besonders für die Fragen der Finanzplanung. Wie viel Geld man für wie lange anlegen kann bzw. sollte, ist nicht sehr einfach und schnell zu bestimmen. Die verhaltenswissenschaftliche Forschung zeigt, dass man sich auch mit der Bestimmung der Risikoneigung etwas Mühe geben sollte. Wenn man dann noch verstehen möchte, warum man welche Portfolios empfohlen bekommt und sich noch einen passenden Depotanbieter suchen muss, braucht man dafür Zeit. Aufgrund der Komplexität vor allem von guter Finanzplanung und z.B. auch steuerlichen Aspekten empfehlen wir, Berater hinzuzuziehen.

8.2.5. Wie kann man unterschiedliche Robo-Advisors am besten vergleichen?

Auf www.prof-soehnholz.com sind fast 20 Beurteilungs- bzw. Differenzierungskriterien aufgeführt (s. Beitrag „Deutscher Robo-Vergleich: Investmentphilosophien und viele weitere Unterschiede“).

8.3. Portfolio-/Indexauswahl

8.3.1. Warum fokussieren wir uns auf die Themen ESG und SDG Portfolios?

Um ein Unternehmen glaubwürdig und erfolgreich zu machen, sollte man es klar „positionieren“. Die Positionierung sollte dabei auf den Überzeugungen und Stärken aufbauen.

Asset Allokation bzw. die Verteilung von Kapitalanlagen auf verschiedene Anlagesegmente beschäftigt uns seit vielen Jahren. Diese gilt als besonders wichtig für den Anlageerfolg, d.h. als wichtiger als die Verteilung auf einzelne Wertpapiere innerhalb von Anlagesegmenten. Wir sind schon lange skeptisch in Bezug auf Optimierungen. Deren Ergebnisse hängen stark von den verwendeten Modellen und den Eingabedaten, vor allem Prognosen, ab. Naive bzw. gleichgewichtete Verteilungen über verschiedene Anlagesegmente bringen meist bessere Resultate als Optimierungen. Allerdings kann es dabei zu übermäßigen Risiken kommen, wenn nämlich besonders viele sich ähnlich verhaltenen Anlagesegmente genutzt werden. Das Weltmarktportfolio bildet alle Kapitalanlagen weltweit nach und ist deshalb das passivste und ein ziemlich robustes Portfolio. Deshalb sieht es bei uns am Anfang aller Allokationen. Es enthält einen relativ großen Anteil an sogenannten alternativen Anlagen (Immobilien, Infrastruktur etc). Auch mit alternativen Anlagen beschäftigen wir uns seit vielen Jahren. Sie sind bei vielen Anlegern unterrepräsentiert im Vergleich zur Allokation im Weltmarktportfolio.

Wir beschäftigen uns seit vielen Jahren aus Überzeugung mit nachhaltigen Geldanlagen. Zu ESG haben wir in den letzten Jahren zudem eigene Untersuchungen vorgenommen. So gehören wir zu den Pionieren detaillierter quantitativer ESG-Analysen. Vereinfacht kann man feststellen, dass man weder Rendite- noch Risikonachteile hat, wenn man verantwortungsvolle statt traditionelle Aktienanlagestrategien verfolgt.

Da es aus unserer Sicht zudem bisher noch wenige attraktive konsequent nachhaltige Angebote gibt, bieten wir seit unserer Gründung ESG Portfolios an. 2017 kam das Thema SDG bzw. Portfolios mit dem Fokus auf nachhaltige Entwicklungsziele der Vereinten Nationen hinzu.

8.3.2. Warum bieten wir auch ESG Indizes an?

Unsere ersten ESG Portfolios sollten Marktlücken füllen. So sind wir unseres Wissens der erste Anbieter von öffentlichen ESG ETF-Portfolios und Infrastrukturaktien ESG Portfolios. Weitere Portfolios wie das Global Equities ESG Portfolio wurden auf Kundenwunsch entwickelt. So entstand auch Anfang 2017 die Top 200 ESG-Liste bzw. die daraus abgeleiteten investierbaren ESG Indizes, um möglichst viele interessante Anlagesegmente mit konsequenten ESG Investmentmöglichkeiten abzudecken. Die Top 200 Liste wurde auf Basis unserer ESG Kriterien gebildet und Anfang 2020 auf 400 sowie für 2022 auf über 600 Aktien erweitert. Aus dieser Liste werden bis zu 16 Indizes gebildet. Die ESG Indizes können sowohl für Investments als auch zum Benchmarking genutzt werden.

Zusätzlich ermöglichen wir Anlegern, individuelle ESG-Portfolios aus den Top Aktien zu bilden. Z.B. können die Länder- und die Branchenselektion von Anlegern miteinander kombiniert werden, also z.B. nur Technologietitel aus den USA gewählt werden. Zusätzlich können einzelne Titel ausgeschlossen werden, die z.B. nicht den individuellen ESG-Anforderungen der Anleger entsprechen.

8.3.3. Was beinhaltet der SDG ESG Index?

Basis für unseren SDG Index sind die 17 United Nations Sustainable Development Goals (SDG). Unseres Erachtens können von börsennotierten Unternehmen vor allem solche aus dem Gesundheitswesen und umweltorientierte Unternehmen einen positiven Impact haben. Zu letzteren gehören u.E. erneuerbare Energien und relevante (elektrische) Infrastruktur, (monopolartige) öffentliche Transportangebote, v.a. Schienenverkehr (nicht jedoch private Fluggesellschaften), Forstwirtschaft, Wasserver- und -entsorger, Recyclingunternehmen, Telekommunikations- und IT-Infrastrukturanbieter und auf Wohnimmobilien fokussierte Unternehmen.

8.3.4. Wie unterscheiden sich die ESG-Portfolios von den ESG-Indizes?

Mit Ausnahme des Global Equities S Portfolios (5 Titel), haben Standard ESG-Portfolios mit 15 bis 30 Aktien eine Mindest- und eine Maximalanzahl von Komponenten. Indizes haben ab Ende 2020 mit 15 Titeln nur eine Mindest- aber keine Maximalanzahl.

Bei der Berechnung der Indizes werden keine Kosten berücksichtigt, da diese individuell – je nach Anzahl der Titel, Depotbank und genutztem Berater/Verwalter – sehr unterschiedlich sein können. Portfoliokennzahlen dagegen werden nach einem fiktiven Kostenabzug von 1,19% p.a. berechnet.

8.3.5. Welche ESG-Zusatzservices bietet wir an?

Für Geschäftspartner und institutionelle Anleger können individuelle Portfolios z.B. für andere Anlageuniversen entwickelt werden. Außerdem kann ein individuelles ESG-Reporting geliefert werden und auch (ESG-) Stimmrechtsausübungen sind möglich. Auch andere bzw. weitere ESG-Datenquellen können genutzt werden und wir bieten zudem ESG Beratung für Geschäftspartner an.

8.3.6. Bieten wir genug Individualisierungsmöglichkeiten an?

Man kann mit den Portfolios sicher nicht alle Anlegerwünsche abdecken. Individualisierungsmöglichkeiten bieten wir allerdings schon jetzt in erheblichen Umfang an. So kann man je nach Anlageziel und disponiblen Vermögen unterschiedlichste Summen anlegen. Mit Hilfe der Beimischung von „Cash“ sind pro Portfolio grundsätzlich mehrere Risikoklassen abdeckbar. Die Portfolios sind bei grundsätzlich allen Depotanbietern umsetzbar. Insgesamt bieten wir also umfangreiche Individualisierungsmöglichkeiten, insbesondere in Bezug auf ESG-Indizes.

8.3.7. Wie kann man die Portfolioperformance testen?

Zunächst kann man unsere Rückrechnungen prüfen. Wir stellen dafür sogar deren Tagesdaten kostenlos online. Wir selbst messen unsere Portfolios an passiven Benchmarks. Interessanterweise schneiden durchschnittliche sogenannte aktive Fonds aber typischerweise erheblich schlechter ab als solche Benchmarks.

Backup: Meine Nachhaltigkeitsfragen und Antworten

1. Wollen Sie möglichst eng an traditionellen Benchmarks kleben? **Kein Angebot**
2. Wollen Sie illiquide investieren (Projekte bzw. geschlossene Fonds)? **Kein Angebot**
3. Wollen Sie traditionell, sehr diversifiziert und liquide investieren? **WMP + Alternatives ETF-Portfolio**
4. Wollen Sie möglichst diversifiziert verantwortungsvoll investieren? **7 ESG und SDG ETF-Portfolios**
5. Wollen Sie möglichst konsequent verantwortungsvoll investieren? **8 ESG und SDG Aktienportfolios**
6. Wollen Sie zusätzlich eigene Ausschlüsse nutzen? **DirectESG und SDG Indexing**



8.4. Portfolioklassifikation

8.4.1. Wieso empfehlen wir Mindestanlagesummen?

Unsere Portfolios sind zunächst für anspruchsvolle Anleger entwickelt worden. Aber auch Anleger, die (noch) über nicht viel Geld verfügen, sollen unsere Portfolios nutzen können. Wir selbst haben wenig Arbeit mit neuen Anlegern, da wir diese nicht beraten. Berater verlangen aber zu Recht Mindestanlagesummen, denn die Beratung muss sich ja auch für sie rechnen, schließlich haben sie nur eine begrenzte Stundenzahl zur Verfügung. Einige Honorarberater und auch Verbraucherzentralen beraten jedoch unabhängig von Mindestanlagevolumina. Auch einige Depotbanken haben Mindestanforderungen an die Umsetzung von Musterportfolios. Anleger sollten vorab in jedem Fall die Handelskosten der Umsetzung der Musterportfolios bei der jeweiligen Depotbank erfragen. So kann es sein, dass sich Sparpläne erst ab relativ hohen Sparraten rechnen. Bei Sparplänen ist zu beachten, dass es meist ratsam erscheint, pro Sparrate nur jeweils

einen ETF zu kaufen. Dazu bietet sich der ETF an, der im Vergleich zum Musterportfolio im realen Anlegerdepot am stärksten unterrepräsentiert ist.

Auch wenn unsere Analysen zeigen, dass einmaliges **Rebalancing** pro Jahr sinnvoll erscheint, kann es für kleine Anlagesummen besser sein, gar kein Rebalancing vorzunehmen. Bei sogenannten Rebalancings muss der Anleger besonders darauf achten, dass die Handelskosten nicht zu hoch werden. Denn wenn wir empfehlen sollten, 10% der Anlage eines ETFs bzw. Anlagesegementes umzuschichten, fallen darauf typischerweise mindestens EUR 5 Transaktionskosten an. Bei einer 200 EUR Umschichtung sind 5 EUR immer noch 2,5%. Wenn eine 200 EUR Umschichtung zehn Prozent entsprechen soll, muss dieser ETF bzw. dieses Segment schon mit 2.000 EUR dotiert sein. Bei 5 ETFs im Portfolio sollte das Portfolio also 10.000 EUR umfassen. Aber auch ohne die empfohlenen Rebalancierungen umzusetzen, sollte man bestimmte Anlagesummen besser nicht unterschreiten, weil sonst zu hohe Kosten anfallen.

8.4.2. Wie kann man Mindestanlagen für die Portfolios herleiten?

Wir haben Mindestanlagesummen für unsere Portfolios berechnet. Ein Unterschreiten der angegebenen Mindestanlagebeträge kann nachteilig sein.

Da ETFs i.d.R. zu vollen Stückzahlen gekauft (und auch verkauft) werden müssen (wir geben unter „**Portfolio-Details und -Downloads**“ ebenfalls nur volle Stückzahlen an), kann ein hoher Kurs eines ETF bei kleinen Anlagesummen verhindern, dass die von uns empfohlenen Allokationen umgesetzt werden können.

Beispiel: Ein ETF auf europäische Aktien notiert bei 250 EUR. Der ETF soll laut Allokationsvorgabe der gewählten Strategie 10% des Portfolios ausmachen. Ein Anleger, der 1.000 EUR anlegen möchte, hat zwei Möglichkeiten. Entweder kauft er einen Anteil am ETF zu 250 EUR und damit würde dieser ETF 25% des Portfolios ausmachen (250 EUR von 1.000 EUR). Oder der Anleger verzichtet ganz auf die Anlage in diesen ETF, was ebenfalls eine deutliche Differenz zu den geplanten 10% darstellt.

Ein weiterer Nachteil des Unterschreitens von Mindestanlagebeträgen ergibt sich bei Umschichtungsempfehlungen, die üblicherweise zu Jahresende erfolgen. Wenn der oben genannte ETF bis zum Jahresende zum Beispiel um 20% im Wert steigt und andere ETFs im Wert sinken, kann die Empfehlung lauten, Teile der Anlage in dem „erfolgreichen“ ETF zu reduzieren. Wenn man dann aber nur den jetzt 300 EUR teuren ETF (250 EUR * 1,2) ganz verkaufen kann, reduziert man den Anteil im Portfolio auf 0, was wahrscheinlich nicht gewollt ist. Je größer die Anlagesumme ist und je kleiner die ETF-Kaufpreise, desto einfacher sind Allokationen und Umschichtungen. Außerdem berücksichtigen wir Kauf- und Verkaufskosten von ETFs bei der Bestimmung der empfohlenen

Mindestanlagen. Bei 100 EUR Anlage in einem ETF sind – schon relativ günstige – 5 EUR Kaufkosten 5% und damit sehr hoch. Bei 1.000 EUR Anlage in einem ETF sind 5 EUR nur 0,5% und damit gut vertretbare Kaufkosten. Wenn man beim Rebalancing jedoch nur 10% des ETF im Wert von 100 EUR verkauft oder nachkauft, wäre man wieder bei hohen 5% Transaktionskosten.

Für die Bestimmung der Transaktionskosten gehen wir vom Jahr 2008 aus, in dem durch die außergewöhnlich starken Marktbewegungen und die damit verursachte höhere Zahl von Umschichtungen relativ hohe Kosten im Rahmen von Rebalancierungen der Portfolios angefallen wären. Wir errechneten für alle Portfolios die Mindestanlagesumme, bei der die Transaktionskosten der Rebalancierung zum Jahresende gerade noch unter 0,5% liegen. Die angenommenen Kosten entsprechen denen des im April 2016 günstigsten, dauerhaften Angebots einer Direktbank für Endanleger (Einmalige Sonderaktionen oder produktabhängige Rabattierungen werden nicht berücksichtigt). Die Ergebnisse sieht man in der Spalte „Mindestanlage rechnerisch“ der Tabelle.

Da sich eine Periode wie 2008 mit ihren Auswirkungen auf Transaktionskosten nicht unbedingt genauso wiederholt, nehmen wir Adjustierungen der resultierenden Mindestanlagebeträge vor. So treffen wir die Annahme, dass eine höhere Anzahl an ETFs im Portfolio zu höheren Kosten führt. Der zweite Adjustierungsfaktor soll die Eintrittswahrscheinlichkeit von Rebalancierungen abbilden. Diese Eintrittswahrscheinlichkeit ist umso höher, je eher die Wertentwicklungen der Anlagen in einem Portfolio voneinander abweichen.

Die im folgenden genannten Mindestanlagen gehen von 5 Euro Transaktionskosten pro „Trade“ aus.

Weltmarkt, Alternatives ETF-Portfolio und direkte Aktienportfolios: EUR 50.000

ESG ETF-Portfolio und Global Equities ESG S Portfolio: EUR 5.000

Seit 2019 gibt es „kostenlose“ Broker wie TradeRepublic, Justtrade oder Gratisbroker. Bei der Nutzung solcher Dienstleister sind die hier ausgerechneten Mindestanlagesummen obsolet

Vermögensverwalter können einzelne Portfolios durch das „Pooling“ von Anlegern teilweise schon für kleinere Anlagesummen effizient umsetzen.

8.4.3. Können die Mindestanlagesummen ignoriert werden, wenn Depotanbieter Aktien- bzw. ETF Bruchstücke umsetzen können?

Bei der Bestimmung sinnvoller Mindestanlagen für unsere Portfolios sind wir davon ausgegangen, dass ETFs und Aktien nur „ganzteilig“ gekauft werden können. Wenn der „teuerste“ ETF im Musterportfolio also 1.000 EUR pro „Stück“ kostet und insgesamt 10% am Portfolio ausmachen soll,

sollte man – stark vereinfacht - mindestens 10.000 EUR im Portfolio anlegen. Wenn man jedoch Bruchstücke an ETFs kaufen und ins Depot nehmen kann, wie das manche Depotanbieter ermöglichen, können auch sehr viel geringere Summen über mehrere ETFs gestreut werden. Mit 100 EUR kauft man in diesem Fall 1/10 Stück des o.g. ETFs. Dabei ist aber weiterhin auf die Kosten des Bruchstückkaufes zu achten. Je mehr ETFs bei einem Anbieter sparplanfähig sind, desto mehr sind meist auch anteilig erwerbbar.

8.4.4. Wie hängen KIID, SSRI, Volatilität und Risiko zusammen?

Der SSRI (Synthetic Risk and Reward Indicator bzw. Synthetischer Risiko- und Ertragsindikator) gibt die Volatilität bzw. die Höhe der Schwankungen eines Fonds bzw. Portfolios an. Er wird in 7 Klassen genutzt von 1 = sehr niedrige bis 7 = sehr hohe Schwankungs- bzw. Verlustanfälligkeit. Der SSRI wird mit einer EU-weit einheitlichen Methodik ermittelt. Wir verwenden dafür die Bezeichnung KIID-Risikoklasse, wobei KIID für das zum öffentlichen Vertrieb von Publikumsfonds vorgeschriebene Key Investor Information Dokument steht. Der SSRI kann nur als ein Anhaltspunkt für Risiken bzw. Ertragschancen angesehen werden (zur Kritik siehe z.B. für SSRI www.morningstar.de).

8.5. Umsetzung

8.5.1. Wie kann man ETF-Sparpläne umsetzen?

Für die von uns entwickelten Portfolios – außer den Fonds - gibt es noch keine standardisierten Sparpläne von Depotbanken. Sparpläne mit unseren Produkten müssen deshalb „manuell“ umgesetzt werden. Am einfachsten und günstigsten ist es, wenn man mit der jeweiligen Sparrate jeden Monat einen ETF des gewünschten Portfolios kauft.

8.5.2. Was ist beim ETF-Handel zu beachten?

ETFs sind börsennotierte Fonds, deren Preise auch tagsüber schwanken können. Wir empfehlen, Order möglichst nur an relativ ruhigen Börsentagen aufzugeben (Indikator: Der DAX hat am Vortag oder am selben Tage weniger als 0,5% gewonnen oder verloren). Dann braucht man auch keine Limitorder zu verwenden (zu diesem und weiteren börsenspezifischen Begriffen siehe z.B.:

<http://www.boerse-frankfurt.de/boersenlexikon/Limit>). Als Börsenplatz sind grundsätzlich alle deutschen Börsen geeignet, dazu gehört auch Xetra.

8.6. Allokationen

8.6.1. Welche Rolle spielen Anleihen in unseren Portfolios?

Die erwarteten Zinsen waren seit langem sogar für schlechte Kreditbonitäten und lange Laufzeiten sehr niedrig. Viele Experten haben seit vielen Jahren einen Zinsanstieg erwartet. Ein solcher würde zu erheblichen Kursverlusten von Anleihen führen können. Wir nehmen grundsätzlich nur Anlagen in unsere Portfolios auf, die eine positive Realrendite erwarten lassen (Ausnahme: ESG ETF-Portfolios Bonds). Deshalb findet man z.B. kein Gold in unseren Portfolios und auch keine Anlagesegmente wie Währungen oder „Volatilität“. Staatsanleihen entwickelter Länder mit Restlaufzeiten unter drei Jahren sind ebenfalls nicht bei uns im Portfolio. Nur „Cash“ bei guten Banken sehen wir als sichere Anlage an, auch wenn Inflation den realen Wert von „Cash“ verringert.

8.6.2. Wie kann man die Rendite- und Risikoeffekte unterschiedlicher Asset-Allokationen selbst testen?

Gehen Sie auf die Internetseite www.portfoliovisualizer.com und dann auf die Unterseite „Rückrechnung der Asset Allocation“ (diese befindet sich unter der Überschrift „Rückrechnung Portfolio“). Nutzen Sie den Modus „Advanced“. Machen Sie die Eingaben wie angefragt: Testen Sie zum Beispiel unterschiedliche Perioden (z.B. 1972 bis 2015 oder die letzten fünf Jahre von 2011 bis 2015, um den Effekt ohne die Finanzkrise von 2008 zu sehen). Und testen Sie unterschiedliche Allokationen, z.B. 50% Total Bonds, 25% US Stock Market und 25% International Stock Market. Mit „Analyze Portfolios“ erhalten Sie z.B. Rendite (7,7%), Sharpe Ratio (0,46; Indikator für risikoadjustierte Rendite) und Volatilität (10,6%, entspricht Standard Deviation) für 1972-2015 und 2011-2015 (4,6%; 0,76 und 6,2%). Über „Custom“ kann man z.B. ein mit ETFs nachgebildetes Yale Portfolio wählen und erhält so für 1972-2015 vergleichbare Werte wie für die oben aufgeführte Allokation, die jedoch in 2011-2015 wesentlich besser sind (nach Sharpe Ratio. Die Renditen der Universitätsstiftungen/Endowments von Yale bzw. David Swensen und Harvard gelten als besonders gut. Beide mussten aber in 2008 erhebliche Verluste hinnehmen, die jedoch schnell wieder aufgeholt wurden).

Unsere Allokationen der Weltmarktportfolios bzw. des ETF-ESG Portfolios sind mit dem Portfolio Visualizer leider nicht direkt nachbildbar, u.a. weil der Portfolio Visualizer auf US-Dollar Anlagen aufbaut und z.B. Infrastruktur bzw. Agrar-/Farmaktien nicht als Segmente vertreten sind. Außerdem handelt es sich bei den Daten von Portfolio Visualizer meist um jährliche Daten. Mit täglichen bzw. monatlichen Daten und EUR-Währung können andere Ergebnisse herauskommen. Trotzdem erhält man mit dem Portfolio Visualizer unseres Erachtens einen guten Eindruck über die Möglichkeiten und Grenzen von Diversifikationen. So zeigen auch die besten Portfolios oft große zwischenzeitliche Verluste (Wenn man den Informationsbutton „i“ bei Max. Drawdowns anklickt, erhält man Informationen zu den Perioden und der Dauer des Drawdowns).

8.6.3. Wie erfolgen Änderungen an Musterportfolios?

Musterportfolios sollen relativ selten geändert werden, da das individuelle Umsetzen von Veränderungen in „echten“ Depots mit Zeitaufwand und Handelskosten verbunden ist. Wir versuchen deshalb möglichst nur einmal zu Jahresende Veränderungen an den Musterdepots vorzunehmen und auch den Umfang der Veränderungen gering zu halten. Änderungen kann es vor allem aus den folgenden Gründen geben:

- Es gibt aktuellere Analysen der Weltmarkt-Kapitalanlage (reales „Weltmarktportfolio“), die zu Änderungen unserer Allokationen zu Anlagesegmenten führen.
- ETFs werden eingestellt oder mit anderen ETFs verschmolzen.
- Es gibt neue ETFs, welche die in den Portfolios vorhandenen Anlagesegmente besser bzw. günstiger abdecken.
- Aktienkriterien, z.B. ESG-Ratings ändern sich
- Wir verändern die Regeln für die Aktienselektion

Obwohl wir möglichst regelbasiert arbeiten, legen wir vorab bewusst kein Datum für die Änderung von Musterportfolios, wie „immer am 15.12. eines Jahres“, fest. So wollen wir das Risiko reduzieren, dass diese Information von Marktteilnehmern zum Schaden der Nutzer von Musterportfolios verwendet werden kann.

Unterschiedliche Implementierungszeitpunkte von Portfolioänderungen können zu Abweichungen der Musterportfolio-Performance von der Performance von Anlegerdepots führen. Auch unterschiedliche Kosten und Gebühren können zu Unterschieden führen. Abweichungen wird es vor allem bei Sparplanportfolios geben, da diese monatlich meist nur in einen zusätzlichen ETF

allokiert werden und, je nach Startzeitpunkt und Sparrate, auch untereinander erheblich abweichen können.

8.6.4. Warum bieten wir ein reines „Alternatives“ Portfolio an?

Wir bezeichnen das Portfolio als Zusatz oder Add-On Portfolio im Gegensatz zu unseren Allokations-Portfolios, die über mehr Anlagesegmente diversifiziert sind. Immobilien-, Infrastruktur-, Rohstoff, Agrar- und Private Equity Aktien sind in vielen Portfolios nur wenig oder gar nicht vertreten. Sie gelten bei manchen sogenannten Anlage-Profis oft als zu risikoreich. Weltweit ist aber viel Geld in Immobilien, Infrastruktur, Land, Forst und nicht-börsennotierte Unternehmen angelegt. Mit den von uns selektieren ETFs kann man zumindest teilweise mit liquiden, relativ kostengünstigen und voll regulierten Fonds an der Wertentwicklung dieser Segmente teilhaben. Mit der Separierung aus dem Weltmarktportfolio wollen wir auf die attraktiven Rendite- und Risikocharakteristika dieser Segmente hinweisen. Außerdem bieten wir Anlegern, die mit ihren klassischen Aktien- und Anleiheanlagen zufrieden sind und sich deshalb nicht für unsere umfassenden Weltmarktportfolios interessieren, die Möglichkeit der einfachen und kostengünstigen Diversifikation in diese Segmente.

8.6.5. Warum bieten wir seit Anfang 2017 weitere Portfolios an?

In Bezug auf die ETF-Portfolios sind wir von Anlegern danach gefragt worden und bezüglich der ESG Aktienportfolios haben wir uns schon lange mit diesen Portfoliovarianten beschäftigt aber erst Ende 2016 die zur Portfoliobildung nötigen ESG-Daten erhalten. Weitere Erklärungen finden Sie in den jeweiligen Dokumentationen der Portfolios.

8.6.6. Manche ETF-Arten, z.B. synthetische ETFs, werden kritisch gesehen. Was meinen wir dazu?

Wir sind nicht dogmatisch. Manche Marktsegmente kann man mit sogenannten synthetischen ETFs, die Derivate einsetzen, besser abdecken als mit sogenannten physischen ETFs. Manche synthetischen ETFs haben zudem steuerliche Vorteile gegenüber anderen ETFs. Die meisten physischen ETFs verleihen Portfoliobestandteile, weil sie damit Zusatzerträge generieren können. Manche physischen ETFs kaufen aus Kostengründen nicht alle Titel eines Indexes, sondern nur

ausgewählte, was zu Abweichungen der Performance vom Index führen kann, die in dieser Form beim synthetischen ETF nicht auftreten sollten. Eine Wertpapierleihe ist auch nicht ohne Risiko. Derivatenutzung und Wertpapierleihe findet man auch bei sogenannten "aktiven" Fonds. Für nachhaltige Portfolios werden aber nur physische ETFs genutzt.

ETFs werden auch kritisiert, weil sie in Krisen zumindest kurzfristig erheblich von den ihnen zu Grunde liegenden Indizes abweichen können (Stichwort "Flash-Crash"). Wir halten die Risiken in den von uns selektierten ETFs für begrenzt, zumal wir die ETFs als Anlagevehikel empfehlen und nicht für kurzfristiges Trading. Deshalb spielt bei unserer Selektion auch Größe/Volumen bzw. Liquidität keine so große Rolle wie bei kurzfristig bzw. handelsorientierten Portfolios. Für große Anlagesummen und handelsintensive Portfolios kann das Volumen bzw. die Liquidität einzelner ETFs besonders in Marktkrisen jedoch durchaus relevant sein.

8.6.7. Wie unterscheidet sich unser Produktangebot“ von dem Angebot von Onlineplattformen, Pools und Banken?

Wir bieten nur Musterportfolios und seit August 2021 auch einen Fonds an. Wir bieten keine „Me-Too“ Portfolios an, wie es einige Anbieter mit ihren 30/70, 50/50 und 70/30 Anleihe/Aktienportfolios machen. Wir entwickeln aber auch keine sehr annahmeabhängigen pseudo-optimierten Portfolios, die sich auf wissenschaftliche Basis berufen. Klassische diskretionäre bzw. „aktiv gemanagte“ Portfolios wird man auch nicht bei uns finden. Unsere Portfolios sind robust und möglichst einfach, aber nicht simpel. Und sie werden systematisch hergeleitet, kontinuierlich überwacht und transparent weiterentwickelt.

Hinzu kommen liquide Zugänge über börsennotierte Vehikel – überwiegend Aktien-ETFs - zu Immobilien, Infrastruktur, Rohstoffen, Private Equity, aber auch inflationsgesicherten und Wandelanleihen und mehr. Solche Anlagen werden von vielen Investoren bisher vernachlässigt. Außerdem sind wir einer der Anbieter mit dem breitesten ESG Portfolioangebot.

8.6.8. Was für ein Risikomanagement nutzen bzw. liefern wir?

Bei unseren ETF-Portfolios achten wir vor allem auf eine konzeptionell adäquate Diversifikation und nutzen **Faktoranalysen** zur Überprüfung der Diversifikationseigenschaften. Anlegerbezogen besteht das Risikomanagement vor allem darin, dass wir empfehlen, unsere Renditeportfolios mit „Cash“ zu kombinieren. Bei geringer Risikotragfähigkeit, die z.B. unter „Portfolioselektion“ oder mit dem unabhängigen Tool auf www.behavioral-finance.com bestimmt werden kann, sollten Anleger mehr

„Cash“ halten. Darüber hinaus haben wir einen einfachen Trendfolgeansatz entwickelt, der zunächst im ESG ETF-Portfolio Trend umgesetzt wurde. Für größere Anleger können wir auch weitere Portfolios mit Trendfolge steuern (siehe auch nächste Antwort).

Sehr viele Risikomodelle arbeiten mit Prognosen. Diese basieren auf Vergangenheitsdaten und/oder komplexen Modellen und/oder individuellen Einschätzungen. Ein solches Vorgehen ist sehr fehleranfällig.

Institutionelle Anleger werden allerdings weiter solche Modelle verwenden, da sie zahlreiche Auflagen einhalten müssen und stark an Verlusten zum jeweiligen Jahresende gemessen werden. Privatanleger können jedoch bei einem Anlagehorizont, der mehrere Marktphasen umfasst, meist auf ein Risikomanagementsystem und die damit verbundenen direkten oder indirekten Kosten (in Form von Renditereduktion gegenüber vergleichbaren Anlagen ohne Risikosteuerung) verzichten.

8.6.9. Warum bietet wir Risikosteuerungs- bzw. Trendfolgesignale an?

In einigen Gesprächen mit Interessenten wurden unsere „most-passive“ Portfolios als „zu einfach“ kritisiert. Unsere Antwort darauf war: Unsere relativ einfachen Portfolios bringen in der Rückrechnung und seit dem Start auch „live“ gute Renditen bei relativ geringen Risiken. Warum sollte man sie also komplizierter machen? Und: Risikosteuerung kostet Rendite und ist für Langfristanleger damit mit hohen Opportunitätskosten verbunden.

Allerdings zeigen unsere Portfolios - ohne individuelle Kombination mit „Cash“ – in der Rückrechnung für 2008 Verluste zwischen 23 und 55 Prozent. Die höheren Verluste fallen vor allem für Portfolios mit hohen Aktien- und Alternatives-Quoten an. Die Risiken kann man durch Beimischung von „Cash“ erheblich reduzieren. Für eher risikoscheue bzw. kurzfristig orientierte Anleger ist es trotzdem hilfreich, eine Risikosteuerungsmethode anbieten zu können, die es ermöglicht, denn „Cash“-Anteil gering halten zu können und trotzdem Risiken in schwierigen Marktphasen reduzieren zu können. Dafür bieten wir mit der 200-Tagelinie (bis November 2020) und der 40-Tagelinie ab November 2020 für einige Portfolios eine ebenfalls regelbasiert-optimierungsfreie einfache Risikosteuerungsmöglichkeit an.

8.6.10. Wie sind wir bei der Entwicklung der Risikosteuerungssignale vorgegangen?

Zunächst haben wir die Anforderungen definiert. Auch dabei stehen Regelbasierung, Transparenz und Robustheit im Vordergrund. Insbesondere möchten wir einen Zusatznutzen für breit

diversifizierte ETF-Portfolios erreichen. Ziel ist es, eine Risikoreduktion des jeweiligen Portfolios und trotzdem noch attraktive Rendite zu erreichen. Das heißt, die Sharpe Ratio sollte sich nur unwesentlich zum Nachteil des Anlegers verringern. Das bedeutet aber auch, dass die Rendite des Portfolios mit Signalimplementierung besonders in guten Marktphasen hinter der Rendite des Portfolios ohne Signale zurückbleiben wird. Details dazu finden sich in einem ausführlichen separaten Dokument: <https://soehnholzesg.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Diversifikator%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf>.

8.6.11. Warum bietet wir Risikosteuerung auf Basis der 40Tagelinie an und nutzen keine anderen Methoden?

Die detaillierte Entwicklung und die damit verbundenen Rückrechnungen sind im separaten Dokument „Test von Risikomanagementmodellen“²⁴¹ detailliert beschrieben. Hier ist eine kurze Zusammenfassung: Wir wollten nur sehr wenige bewährte und einfache, transparente und möglichst robuste Risikosteuerungsmodelle testen. Wenn wir viel mehr Varianten getestet hätten, hätten wir wahrscheinlich Modelle gefunden, die gut oder sehr gut funktioniert hätten. Aber so ein sogenanntes Modell- oder Datamining wollten wir vermeiden. Basierend auf wissenschaftlicher und Praxisliteratur und unseren eigenen Erfahrungen mit Risikosteuerungen haben wir nur die klassische 200Tagelinie, den Ansatz von Mebane Faber und den sogenannten MACD (Moving Average Convergence/Divergence) getestet. Während das Faber-Modell schon auf geringe Handelskosten ausgerichtet ist, haben wir für die beiden anderen Ansätze vorab kleine ergänzenden Änderungen definiert, um die Zahl der Handelssignale und damit den Implementierungsaufwand und die Umsetzungskosten zu begrenzen. Nur das so leicht „adjustierte“ 200Tagelinienmodell lieferte für uns akzeptable Risikoreduktionen für alle unsere Portfolios bei weiterhin attraktiven Renditen. Ab November 2020 wurde die 200Tagelinie durch die 40Tagelinie ersetzt, weil so schneller auf Marktveränderungen reagiert werden kann.

8.6.12. Wie kann man die Risikomodelle nutzen?

Wir möchten möglichst viele Details transparent machen und auch die Umsetzung für Anleger einfach machen, müssen aber auch regulatorische Einschränkungen beachten. Deshalb stellen wir die Konzepte öffentlich online (siehe Dokument „Test von Risikomanagementmodellen“ im Archiv auf www.soehnholzesg.com) und auch die Tagesdaten der aggregierten ETF-Portfolios haben wir

²⁴¹ S. Archiv auf www.soehnholzesg.com

inklusive der Rückrechnungen online gestellt und für die Trendfolgeportfolios um 200 Tage Vorlauf erweitert. So können Berater und Anleger selbst feststellen, wann das Risikomodell auf Basis der aggregierten Portfolioperformance zum Marktausstieg oder Wiedereinstieg anregt. Die aktuellen Detailsignale auf Basis der Einzel-ETF Zeitreihen stellen wir zudem unseren Beratungspartnern und kooperierenden Banken per Newsmail oder API zur Verfügung.

8.6.13. Was halten wir von garantierten Produkten?

Garantien kosten Geld, ähnlich wie Versicherungen. Bei niedrigen Zinsen sind Garantien besonders teuer. Mit Garantien verzichtet man explizit oder implizit auf Renditechancen. Garantien werden oft nach Krisen nachgefragt, wenn sie besonders teuer sind. Für Anleger mit einem Anlagehorizont über zehn Jahren (siehe dazu die Verluste diverser Anlagestrategien unter www.portfoliocharts.com), diversifizierten Anlageportfolios und ausreichend Vermögen, Verluste tragen zu können, sind unseres Erachtens in der Regel keine Garantien sinnvoll.

8.7. Portfolios

8.7.1. Welche Portfolios haben wir getestet und nicht online gestellt?

Die meisten von uns konzipierten Portfolios wurden online bzw. live gestellt, ohne Variationen zu testen oder Optimierungen vorzunehmen. Das heißt, wir haben zwar für einige Portfolios ausgerechnet, wie sich die Portfolios in der Vergangenheit entwickelt hätten („Rückrechnung“), aber wir haben keine Änderungen an den Portfolios vorgenommen, weil sie mit diesen Änderungen vielleicht eine bessere vergangene Rendite oder weniger Risiko erreicht hätten. Wir stellen immer zunächst Asset Allokations- und ETF- bzw. Wertpapier-Selektionsregeln auf, bevor wir Portfolios zusammenstellen. Wenn diese Portfolios uns konzeptionell nicht überzeugen, weil sie z.B. nicht diversifiziert genug sind, analysieren wir gar nicht erst, wie sie in der Vergangenheit rentiert hätten. Allerdings werden wir künftig vermutlich einige unserer Ideen nach einem Test der zurückgerechneten Performance verwerfen, wie wir das bei einigen Risikosignalansätzen bereits gemacht haben. Denn wenn Portfolios zwar konzeptionell interessant erscheinen, aber in der Vergangenheit nicht gut funktioniert hätten, nehmen wir nicht an, dass sich das in der Zukunft ändert. Andererseits erwarten wir nicht unbedingt, dass sich gute Performance der Vergangenheit auch in der Zukunft wiederholt.

Inzwischen haben wir auch bereits mehrere Portfolios geprüft, aber nicht umgesetzt.

- a) So haben wir in 2016 versucht, das Weltmarktportfolio Basis mit Vanguard ETFs bzw. Indexfonds nachzubilden. Die ETFs und Fonds von Vanguard gelten als besonders kostengünstig und etliche sind inzwischen auch für deutsche Anleger steuereffizient erwerbbar. Der Nachteil ist, dass teilweise erhebliche Mindestinvestments nötig sind. Unsere Analyse hat ergeben, dass nur gut 60% des WMP über Vanguard ETFs verfügbar sind, so dass wir diese Portfolio-Idee nicht weiterverfolgt haben.
- b) Weiterhin haben wir ebenfalls in 2016 geprüft, inwieweit das Weltmarktportfolio Basis mit iShares ETF abzudecken ist. iShares ist der größte ETF Anbieter und es gibt Banken und Vermögensverwalter bzw. Berater, die gerne nur mit einem ETF-Anbieter kooperieren wollen. Die Umsetzung des WMP Basis nur mit iShares ETFs ist fast komplett möglich. Allerdings entsprechen nicht alle ETFs unseren Idealanforderungen und die Kosten eines solchen Portfolios wären höher, als sie es bei unserem Weltmarktportfolio Basis sind.
- c) Wir haben auch geprüft, inwieweit ein am Weltmarktportfolio orientiertes Smart Beta Portfolio attraktiv sein kann. Smart Beta steht für regelbasierte Anlagestrategie, die von Kapitalgewichtungen abweichen. Oft wird auf eine erwartete Outperformance einzelner Faktoren wie Low Risk, Value oder Small Cap gesetzt. Da wir nicht wissen, welche Faktoren künftig besonders gut rentieren werden, haben wir einen anderen Ansatz gewählt. So kann man feststellen, dass kapitalgewichtete Indizes sehr oft geringere Renditen aufweisen als andere Indexgewichtungsmethoden. Wir haben deshalb versucht, das WMP Basis mit ETFs nachzubilden, die keine Kapitalgewichtung nutzen. Dabei kamen wir im Mai 2016 nur auf eine Abdeckung von knapp 50% des WMP, so dass wir diese Idee nicht weiterverfolgt haben.
- d) Für Kritiker an sogenannten synthetischen ETFs, also ETFs, die Derivate bzw. Swaps einsetzen, um die Indexziele zu erreichen, haben wir das Weltmarktportfolio Basis mit nicht-synthetischen ETFs nachgebildet. Damit können wir das WMP Basis zu 90% nachbilden. Allerdings werden dann unsere Idealanforderungen an Indizes bzw. ETFs nicht alle erfüllt.

8.7.2. Welche Portfolios können wir noch anbieten?

Für Partner können wir gerne weitere Portfolios entwickeln. Dazu haben wir auch attraktive Ideen für Portfolios, die unseres Wissens bisher in Deutschland auch noch nicht angeboten werden.

8.7.3. Kann man seine reale Portfoliozusammensetzung jederzeit ändern?

Wir liefern nur Musterportfolios. Diese Vorlagen können von Interessenten bzw. ihren Beratern jederzeit nach Belieben geändert werden und entsprechend individuell in den jeweiligen Depots umgesetzt werden. Solange die implementierten Portfolios sich an unseren Musterportfolios orientieren, erwarten wir aber, dass wir für die Nutzung unserer Ideen auch adäquat honoriert werden (Wir vertrauen darauf, dass Anleger bzw. Berater uns entsprechend fair honorieren.).

8.8. Wer wir sind

8.8.1. Wie sicher ist die Anlage und was passiert bei einer Einstellung der Aktivitäten der Soehholz ESG GmbH?

Wir nehmen keine Einlagen an. Die Sicherheit der Einlagen hängt von der Sicherheit der genutzten Depotbank ab. Insbesondere bei deutschen Depotbanken sollte eine hohe Sicherheit gegeben sein. Wenn man unseren Musterportfolios folgt, erfolgt die Anlage oft in ETFs, also regulierten Fonds. Das sind Sondervermögen, die als solche sicher sind, aber deren Wertentwicklung natürlich von den Inhalten der Fonds abhängt. So werden die Einlagen oft nicht 1-1 in die Wertpapiere des dem ETF zu Grunde liegenden Index investiert, sondern nur in repräsentativ ausgewählte Indexkomponenten („Sampling“), oder es werden Derivate genutzt, welche die Indexentwicklung nachbilden sollen (Derivate- bzw. Swap-basierte ETFs, allerdings nur für 2 nicht-nachhaltige Portfolios). Bei den derivatebasierten ETFs gibt es unter Umständen derivateabhängige bzw. Gegenpartei-abhängige Risiken und bei den anderen ETFs gibt es meist Risiken aus Wertpapierleihe. Beide Risiken halten wir allerdings für relativ gering in Bezug auf die ETFs in unseren Musterportfolios. Und die ETFs können grundsätzlich (außer bei höherer Gewalt bzw. gewaltigen Marktstörungen) typischerweise jederzeit verkauft werden, deshalb sind die Risiken für Anleger aus unserer Sicht insgesamt relativ gering.

Bei direkten Anlagen in Aktien gibt es die typischen Aktienrisiken, die auch die Insolvenz von Unternehmen umfassen.

Bei Insolvenz der Soehholz ESG GmbH oder der Depotbank sind die Wertpapiere des Anlegers nicht direkt betroffen, weil sie sich in Sondervermögen bzw. Depots der Anleger befinden. Es kann im Falle einer Insolvenz der Depotbank aber etwas dauern, bis der Anleger wieder Zugriff auf seine Wertpapiere hat. Eine dauerhafte Arbeitsunfähigkeit von Dirk Söhnholz (unsere einzige sogenannte Schlüsselperson) hat keinerlei Auswirkungen auf die Anlagen, die den Musterportfolios folgen. Die Signalkommunikation bzw. die Weiterentwicklung der Portfolios werden in dem Fall anderweitig sichergestellt oder eingestellt. Anleger können die liquiden Bestandteile ihrer Modellportfolio-folgenden Depots normalerweise jederzeit selbst bzw. durch ihre Verwalter verkaufen.

8.8.2. Ist die Soehnholz ESG GmbH nicht zu klein, um von seriösen Kooperationspartnern akzeptiert zu werden?

Wir sind klein, und das ist auch gut so (frei nach Klaus Wowereit). Klein sein heißt für uns, unabhängig schnelle Entscheidungen treffen zu können. Da wir vieles nicht selbst machen, können wir uns jeweils „die besten“ externen Partner suchen. Große Robo-Advisors generieren meist hohe Unternehmensverluste, wir nicht. Wir haben keine fremden externen Anteilseigner und nutzen außer Gesellschafterdarlehen keine Fremdfinanzierung. Die gut kapitalisierte Söhnholz Advisors GmbH, die zu 100% Dirk Söhnholz gehört, hält 100% der Anteile an der Soehnholz ESG GmbH. Deshalb ist unsere Überlebenswahrscheinlichkeit sehr hoch. Zudem sind alle unsere Portfolios und Prozesse regelbasiert und detailliert dokumentiert. Bei Bedarf können unsere Services auch über regulierte Partner angeboten werden. Eine Zusammenarbeit mit uns ist also ziemlich risikoarm.

8.9. Wir sind anders

8.9.1. Wieso bezeichnen wir uns als 80% anders?

Die meisten Portfolios anderer Anbieter werden entweder diskretionär - also abhängig von zahlreichen individuellen bzw. Teamentscheidungen - oder quantitativ und prognosebasiert gemanagt. Unsere Portfolios sind komplett regelbasiert, aber trotzdem prognosefrei, weil gute Einzelprognosen schon schwierig sind. Vielfältige gute Prognosen, die für Optimierungen meist nötig sind, sind aus unserer Sicht fast unmöglich. Außerdem sind wir sehr transparent, kostengünstig, researchbasiert, haben einen kontinuierlichen Verbesserungsprozess etc.. Das ist ganz überwiegend anders als bei klassischen Produkthanbietern. Auch unser inzwischen fast ausschließlicher Fokus auf liquide pure ESG und SDG Investments und einige unserer Portfolios selbst sind unseres Wissens konkurrenzlos. 80% anders ist aus unserer Sicht eine gute Schätzung.

8.9.2. Wieso ist uns Regeltransparenz so wichtig?

Berater und Anleger sollten im besten Fall vorhersehen können, wie sich ihre Portfolios in bestimmten Marktphasen verhalten. Wenn Portfoliomanager keine klaren Regeln haben, nach denen sie agieren, oder wenn die Regeln den Anlegern gegenüber nicht transparent gemacht

werden, ist das unmöglich. Deshalb ist vor allem Regeltransparenz als „Transparenz nach Vorne“ so wichtig.

8.9.3. Wieso bezeichnen wir uns als unabhängig?

Inzwischen ist der Unabhängigkeitsbegriff sogar regulatorisch verankert, z.B. in Bezug auf die sogenannte Honorar(finanz)anlageberatung. Wir bieten keine Anlageberatung an, aber die regulatorisch verwendete Unabhängigkeitsdefinition ist hilfreich. Danach erfordert Unabhängigkeit umfangreiche Marktanalysen, die wir für ETFs und Aktien durchführen. In unseren Portfolios können grundsätzlich alle liquiden Wertpapiere verwendet werden, völlig unabhängig von deren Anbietern. Wir nehmen keinerlei Provisionen von Produkthanbietern an. Da wir keine aktiv gemanagten Fonds einsetzen, sind wir auch unabhängig von einzelnen Portfoliomanagern. Für maßgeschneiderte Mandate können außer Aktien und ETFs auch andere Fonds genutzt werden. Allerdings gehen wir davon aus, dass es sich dabei nur um Indextracker bzw. andere regelbasierte Fonds handeln wird und diese nur eingesetzt werden, wenn sie Vorteile gegenüber ETFs haben. Aktive ETFs werden nicht eingesetzt. Wir sind nicht exklusiv an Beraterorganisationen oder Vertriebe gebunden. Wir binden uns nicht an eine Depotbank, sondern sind offen für die Zusammenarbeit mit allen seriösen Banken. Für bestimmte Services, die eine Regulierung erfordern, binden wir uns allerdings an ein sogenanntes „Haftungsdach“. Darin sehen wir aber keine Reduktion unserer Unabhängigkeit, zumal wir das Haftungsdach bei Bedarf wechseln können.

Außerdem sind wir völlig unabhängig von Prognosen jeder Art und auch von allen Optimierungsmodellen. Aus unserer Sicht sind unsere Portfolios damit eine sehr gute Basis für unabhängige Investments bzw. unabhängige Beratung.

8.9.4. Was verstehen wir unter einem dialektischen Ansatz?

Dialektik ist eine interessante Diskussionsmethode. Eine These steht einer Antithese gegenüber. Die Synthese aus diesen beiden soll zu besseren Erkenntnissen führen. Wir halten es für wichtig, klassische Thesen der Geldanlage zu hinterfragen. Das kann zu besseren Ergebnissen für Anleger führen. So gelten auch heute noch gute Prognosen als Erfolgsvoraussetzung für gute Geldanlagen. Unserer Ansicht nach heißt es aber richtig, dass (Finanz-)Prognosen schwierig sind, besonders wenn sie die Zukunft betreffen. Wir halten auch nichts von klassischen Optimierungen, wie sie von sehr vielen Fondsbietern genutzt werden. Ähnliches gilt für die Datensammelwut oder die Fragen nach der Bedeutung von Track Records, Fondsgrößen und Liquidität. Wir haben deshalb nichts dagegen, 80% anders zu sein.

8.9.5. Wie ist das Geschäftsmodell der Soehholz ESG GmbH?

Wir entwickeln sehr kostengünstige, systematisch-optimierungsfreie Anlageportfolios für Vermögens- bzw. Anlageberater mit dem Schwerpunkt auf verantwortungsvolle Geldanlagen. Diesen und auch deren Kunden bieten wir neben innovativen Portfolios bei Bedarf einen sehr transparenten Online-Informations-Zugang.

8.9.6. Was machen wir anders als sogenannte Robo-Advisors?

Erstens waren wir unseres Wissens der erste deutsche Anbieter, der seine Plattform komplett auf Berater ausgerichtet hat. Zweitens bilden unsere ETF-Basisportfolios das sogenannte Weltmarktportfolio ab. Konkret beinhalten sie wesentliche höhere Allokationen zu Immobilien- und Infrastrukturaktien als die meisten anderen liquiden Portfolios. Drittens nutzen wir „Cash“ statt Anleihen als risikofreies Investment. Viertens sind wir der erste Anbieter eines breit diversifizierten ESG ETF-Portfolios, also eines sogenannten verantwortungsvollen Portfolios. Fünftens sind wir besonders transparent, indem wir alle unsere Portfoliomanagementregeln komplett offenlegen und dazu noch auf Tools verweisen, mit denen unser Regeln überprüft werden können. Sechstens verzichten wir bewusst auf das Sammeln von Kundendaten (No- oder Small-Data). Last but not least sind wir im Vergleich zu anderen Angeboten inklusive Beratung besonders günstig. Außerdem stehen seit 2017 verantwortungsvolle Portfolios bei uns im Vordergrund und wir haben eine der weltweit strengsten und breitesten derartigen Angebotspalette.

8.9.7. Warum richten wir unser Angebot auf Berater und nicht direkt auf Endkunden aus?

Die Gruppe der reinen Selbstentscheider ist in Deutschland noch relativ klein. Die meisten Anleger wollen auch künftig persönlich beraten werden. Und gute Anlageberatung kostet Geld. Wir wollen selbst keine Privatkundenberatung anbieten, weil das nicht unsere Kernkompetenz ist. Deshalb haben wir auch keine entsprechende Lizenz beantragt. Außerdem ist es sehr teuer, Privatkunden als direkte Kunden zu gewinnen.

Wir wollen keine Konkurrenz zu Beratern sein, sondern mit ihnen kooperieren. Durch unsere einfachen aber innovativen, transparenten und kostengünstigen sowie verantwortungsvollen

Angeboten wollen wir Beratern helfen, bessere bzw. nachhaltigere Renditen zu erreichen und ihr Geschäft auszubauen.

8.9.8. Auf welche Kundengruppen setzen wir?

Unsere GmbH wurde nicht für bestimmte Kundengruppen konzipiert, sondern setzt zunächst die präferierte Geldanlage unseres Gründers um. Grundsätzlich sind unsere Services für alle Kundenarten geeignet: Kleinanleger, die nur Sparpläne nutzen wollen, Anleger von ablaufenden Lebensversicherungsvertragsauszahlungen, Erben aber durchaus auch institutionelle Anleger wie Stiftungen oder Family Offices. Letztere finden bei uns z.B. mit dem ESG ETF- oder dem Alternatives ETF-Portfolio Angebote, die es vorher nirgends gab. Außerdem dient die systematisch-prognosefreie bzw. unsere RETRO Anlagestrategie auch vermögenden Anlegern zu einer neuartigen Diversifikation über Investmentphilosophien. Hinzu kommt, dass unsere Angebote für institutionelle Anleger besonders günstig sind und besonders viel Transparenz bieten. Auch unser Small-Data Ansatz sollte besonders für vermögende Anleger attraktiv sein.

8.9.9. Werden wir überflüssig, wenn Finanzdienstleister ihren eigenen Robo-Advisor anbieten?

Wir gehen davon aus, dass immer mehr Finanzdienstleister eigene Online-Plattformen bis hin zu kompletten Robo-Advisors ausbauen werden. Wir sind aber in erster Linie ein Anbieter von Portfolios. Unsere Portfolios sind durch ihre Regelbasierung, Transparenz und Robustheit, innovativen Ansätze und günstige Kosten als Bausteine für alle Arten von Angeboten interessant, auch und gerade für Online-Angebote. Das gilt nicht nur für unser „Core“ Weltmarktportfolio sondern auch für unsere speziellen ESG-Angebote.

8.9.10. Warum sollten Berater uns nutzen bzw. empfehlen?

Berater haben auch ohne uns meist schon viele Produkte, die sie verkaufen können. Doch wir bieten kostengünstige Portfolios mit anderer Philosophie und anderem Inhalt an als Wettbewerber.

Wir haben viele Vorteile für Berater:

- Faire Verdienstmöglichkeiten: Grundvoraussetzung für das Angebot durch Berater ist, dass diese für ihre Tätigkeit fair bezahlt werden. Wir empfehlen Beratern, eine Servicegebühr von 1% p.a. zu nehmen von der 0,75% p.a. auf den Berater bzw. seine Organisation (Bank, Versicherung etc.) entfällt. Das ist vergleichbar mit Provisionen, die Fondsanbieter für den

Verkauf ihrer Fonds zahlen. Allerdings zahlen wir keine Provisionen, sondern empfehlen, dass der Kunde eine Servicegebühr an seinen Berater zahlt. Bei EUR 10.000 Wertpapieranlage sind 0,75% aber nur EUR 75 p.a.. Viele Berater bieten ihre Beratung deshalb nur Kunden an, die mindestens EUR 50.000 oder mehr anzulegen haben. Bei EUR 50.000 erhalten Sie demnach ca. EUR 350 p.a.. Das entspricht etwa dem Preis von zwei typischen Honorarberatungsstunden. Wenn ein Berater eine sehr gute umfassende Beratung liefern soll, ist das nicht viel. Umso wichtiger ist deshalb, dass der Anleger die Beratung gut vorbereitet. Dazu kann er die von uns aufgeführten Tools und unsere Webseite nutzen.

- Einfacher Verkauf: Je einfacher das Produkt zu verkaufen ist, desto besser für den Berater. Am einfachsten sind Produkte zu verkaufen, die sehr positiv bekannt sind. Positiv bekannt sind vor allem Produkte, die in der Vergangenheit gut waren und deren Anbietern es gelungen ist, das auch bekannt zu machen. Wir haben kein Werbebudget, um den Verkauf zu unterstützen. Aber dafür sind unsere Portfolios einfach zu erklären und bieten eine besonders gute Transparenz und ausführliche Dokumentation, die dem Berater die Erklärungsarbeit erleichtern sollte.
- Zeitgemäß: Wir sehen unsere Angebote nicht als Modeerscheinung an, die bald wieder verschwindet. Aber es ist einfacher für einen Berater, ein zeitgemäßes Produkt zu verkaufen. ETF-Portfolios sind aber zeitgemäß ebenso wie Online-Angebote und ESG-Angebote.
- Neuartig: Berater sprechen ihre Kunden gerne mit neuen Ideen an. Wir ermöglichen typischerweise keine einmalige Vergütung wie Ausgabeaufschläge, die den Verkauf neuer Produkte für den Berater finanziell attraktiv machen kann (wir können aber nur empfehlen, zu welchen Konditionen die Musterportfolios genutzt werden. Es ist nicht ausgeschlossen, dass einzelne Berater einmalige Gebühren verlangen.. Aber die Investmentphilosophie, der Weltmarktportfolio-Ansatz, das ESG ETF- und weitere Portfolios, die Online-Unterstützung, die hohe Transparenz etc. sind neu und damit auch für Berater interessant.
- Transparenz und Kostensenkung: Wir versuchen, unter anderem durch möglichst weitgehende Transparenz zu punkten und dem Anleger Tools bereit zu stellen, mit denen er sich teilweise selbst beraten kann. So können Anleger Vertrauen zu unseren Portfolios aufbauen und sich viele Fragen, die sie sonst dem Berater stellen würden, vorab selbst beantworten. Das macht den Verkauf unserer Modellportfolios für Berater einfacher und damit attraktiver.
- Gute Rendite: Mit Ausnahme unseres Fonds haben unsere Portfolios niedrige Kosten im Vergleich zu den meisten traditionellen Produkten. Das führt unter sonst gleichen Bedingungen zu höheren Renditen. Auch das sollte unsere Portfolios attraktiv machen.

Selbst Berater in großen Bankorganisationen haben heute oft keinen Zugriff auf robuste und einfach verständliche Portfolio-Testtools. Wenn Berater und Kunden die gleichen Tools nutzen können, wird die Kommunikation mit dem Kunden viel einfacher. Aber auch Endkunden sollen grundsätzlich Zugang zu den gleichen Tools bekommen. Das sollte gut für das Vertrauen zwischen Kunde und Berater sein. Und Kundenvertrauen ist bei der Geldanlage besonders wichtig und wertvoll.

Wir sehen uns als sehr gute Ergänzung und nicht als Wettbewerb für Banken, Pools oder Plattformen, die ein viel breiteres Serviceangebot haben als wir.

8.9.11. Welche Berater wir empfehlen bzw. warum gibt es Berater, die keine Portfolios von uns anbieten wollen?

Wir nennen unsere Kooperationspartner auf unserer B2B-Seite. Erfahrungen zeigen aber, dass es lange dauern kann, bis traditionelle Finanzdienstleister öffentlich Kooperationen mit Fintechs bzw. Robo-Beratern eingehen.

Zur Beraterselektion kann man das [BaFin Honorarberaterregister](https://portal.mvp.bafin.de/database/HABInfo/) verwenden (Hier kann man Organisationen finden: <https://portal.mvp.bafin.de/database/HABInfo/>) oder auf der Seite „[Kennst Du Einen](#)“ (Hiermit kann man individuelle Berater in seiner Nähe finden) unter Finanzberater, Anlageberater, Vermögensberater oder Vermögensverwalter suchen. Unter Honoraranlageberater sind erst sehr wenige Namen aufgeführt. Und Verbraucherzentralen beraten generell zu Finanzanlagen, ohne Mindestanlagesummen zu verlangen.

Traditionelle Banken und Versicherungen tun sich manchmal schwer damit, uns als Partner auszuwählen. Gründe dafür gibt es viele: Sie bieten oft schon sehr viel Produkte an und wollen ihr Produktangebot nicht noch erweitern, sondern oft eher reduzieren. Oder sie können mit anderen Produkten mehr verdienen, z.B. über Ausgabeaufschläge, Provisionen oder Handelskosten. Außerdem tun sich einige traditionelle Anbieter schwer damit, unsere systematisch-prognosefreie [Investmentphilosophie](#) zu akzeptieren. Fast alle heutigen Angebote traditioneller Finanzdienstleister sind nämlich entweder diskretionär - also nicht regelbasiert - oder quantitativ-prognoseabhängig. Dabei setzen wir gar nicht darauf, die einzige angebotene Investmentphilosophie bei diesen Finanzdienstleistern zu sein, sondern setzen auch bei der Philosophie auf Diversifikation: Es erscheint uns besser, wenn Kunden einen diskretionären, einen quantitativen und einen systematisch prognosefreien (RETRO) Fonds im Portfolio haben, als nur traditionelle Fonds.

Kritisiert wird auch, dass unsere Musterportfolios keine (Fonds-)Ratings haben bzw. Siegel oder sonstigen Auszeichnungen, die meist nur für Fonds und nicht Modellportfolios vergeben werden (wobei die Vorhersagekraft guter Ratings für künftige Performance umstritten ist).

8.9.12. Was halten wir von Honorarberatung?

Bisher gibt es nur sehr wenige Honorarberater in Deutschland. Es fällt Kunden noch schwer, Berater direkt zu bezahlen, insbesondere auf Stundenbasis und gegen Rechnung. Allerdings wissen viele Kunden gar nicht, dass sie indirekt sehr hohe Provisionen zahlen. Wir selbst werden keine Provisionen von Produkthanbietern vereinnahmen, denn wir scheuen auch den administrativen Aufwand, Provisionen an Kunden „durchzureichen“. Wir werden deshalb wohl auch künftig nur provisionsfreie Produkte einsetzen.

Der Vermögensberater wird in unserem Modell direkt vom Kunden bezahlt. Das erfolgt zum Beispiel über eine vom betreuten Vermögen abhängige Service-Marge, die vom Berater individuell mit seinen Kunden ausgehandelt werden kann. Wir bekommen einen kleinen Anteil an dieser Servicepauschale.

Wir selbst legen kein Mindestvolumen für unsere Services fest. Der Berater entscheidet, ab welchem Volumen er Kunden persönlich betreuen will und die Depotbank entscheidet, welches Investment-Minimum sie gerne haben möchte.

Unser Modell ist nicht nur für die bisher erst sehr geringe Zahl von Honorarberatern interessant, sondern auch für sogenannte Provisionsberater, die zusätzlich zu ihren Provisionsangeboten auch solche kundenbezahlten Angebote machen möchten.

Unser Modell ist für den Endkunden sehr transparent und normalerweise wesentlich günstiger als das, was er heute zahlt. Wir halten dieses Modell auch für „kleine“ Kunden für interessant. Wenn jemand z.B. 10.000 Euro anlegt - das entspricht in etwa dem durchschnittlichen Wertpapierbestand in deutschen Depots - und dem Berater und uns zusammen ein Prozent pro Jahr bezahlt, dann kommt er auf 100 Euro pro Jahr. Nach der allgemeinen Diskussion entspricht das etwa den Kosten für eine halb- bis dreiviertelstündige Beratung. Wenn man weiß, wie viel Zeit Berater inzwischen für regulatorisch vorgesehene Aufklärung und Dokumentation aufwenden müssen, ist das sehr günstig.

8.9.13. In den USA und zunehmend auch in Deutschland wird das Thema Smart Beta propagiert. Was halten wir davon?

Wir haben uns schon sehr früh mit Smart-Beta beschäftigt. Das sieht man daran, dass uns die Internet-Domain www.smart-beta.de gehört hat. Smart-Beta setzt üblicherweise auf bestimmte Faktoren wie Small Caps, Value oder Momentum. Wir halten es für sehr schwierig, erfolgreich zu prognostizieren, welche Faktoren künftig besonders attraktiv sein werden. Außerdem kann man mögliche attraktive Faktoren nur selten in einigermaßen reiner Form kaufen.

Es gibt zahlreiche Untersuchungen die zeigen, dass eine reine Kapitalgewichtung von Aktien vielen anderen Gewichtungen unterlegen ist. Wir sind der Ansicht, dass viele angebliche Überrenditen bestimmter Faktoren zu einem wesentlichen Teil durch nicht-Kapitalisierungsgewichtungen zu erklären sind. Unsere direkten ESG-Aktienportfolios nutzen Gleichgewichtungen. Damit haben wir mehrere Smart Beta Portfolios im Angebot, prognostizieren aber nicht die Outperformance einzelner Faktoren bzw. dieser Ansätze.

Wir halten aber die Analyse der Abhängigkeiten von Portfolios von einzelnen Faktoren für sehr wichtig und haben deshalb für alle Portfolios Faktoranalysen durchgeführt und online-gestellt (siehe „Faktoranalyse“ auf www.soehnholzesg.com). Dabei legen wir Wert darauf, dass es nicht zu hohen Abhängigkeiten von einzelnen Faktoren kommt.

8.9.14. Wieso wir „More Beta“ gegenüber „Smart Beta“ präferieren?

Smart Beta, das von Morningstar Strategic Beta genannt wird, suggeriert dass es besser ist als normales Beta. Beta ist zunächst eine systematische Marktabhängigkeit. Wir haben seit einigen Jahren dazu recherchiert und auch publiziert. Wir sind der Ansicht, dass Abweichungen von der sogenannten Kapitalgewichtung renditemäßig attraktiv sein können, oft aber zu mehr Risiken in den Portfolios führen. Wir kennen aber keine Betafaktoren, von denen wir einigermaßen sicher annehmen können, dass Sie in der Zukunft zu Überrenditen führen können. Wir möchten aber einerseits nicht, dass unsere Portfolios zu stark von einzelnen Märkten abhängen, deshalb nutzen wir Faktoranalysen) siehe Stichwort „Faktoranalyse“ auf www.soehnholzesg.com). Andererseits sind wir ein Anhänger von Diversifikation über mehrere Beta Quellen (More Beta), und nutzen deshalb Anlagesegmente wie Listed Infrastructure, die in vielen Portfolios gar nicht oder nur wenig vertreten sind.

8.9.15. Was halten wir von Gold, Selbstversorgerfarmen und Sammlerobjekten wie Kunst, Oldtimern und Schmuck?

Sehr vermögende Anleger, die Sorge vor großen Finanzkrisen haben, legen manchmal einen Teil ihrer Vermögen in den genannten Kategorien an. Gold ist sogar in Fonds mit relativ geringen Zeichnungssummen erwerbbar. Anders als Anleihen, die typischerweise positive Zinsen bringen und Aktien, die normalerweise Dividenden und Wertsteigerungen erwarten lassen, ist Gold als Anlage nicht „produktiv“ und wird deshalb nicht als separates Anlagesegment berücksichtigt. Über Rohstoffaktien ist Gold aber durchaus in einigen Portfolios vertreten. Auch Diamanten, Oldtimer und Kunst sind in dem Sinn nicht produktiv und zudem auch nicht in attraktiven, diversifizierten Fondsverpackungen mit geringen Mindestanlagen erhältlich. Selbstversorgerfarmen sind zwar interessant, aber nicht effizient in liquide Portfolios integrierbar. Auch andere illiquide Anlagen werden nicht direkt, sondern nur indirekt über entsprechende Aktien berücksichtigt.

8.9.16. Werden wir auch geschlossene Fonds und andere illiquide Investments anbieten?

Nein.

8.9.17. Haben Webseitennutzer Einflussmöglichkeiten auf uns?

Ja sicher. Wir sind nicht perfekt und immer dankbar für Tipps und Ideen.

8.9.18. Warum wurde Soehholz ESG ursprünglich „Diversifikator“ genannt?

Diversifikation wurde auch als der einzige „free lunch“ der Kapitalanlage bezeichnet. Wir sind aber skeptisch in Bezug auf den praktischen Nutzen von Portfolio-Optimierungen und wissen, dass Diversifikation nicht immer hilft, wie viele Anleger in der Finanzkrise 2008 leidvoll feststellen mussten. Die ersten Portfolios, die wir entwickelt haben, sind sehr diversifiziert. Mit Immobilienaktien, Infrastrukturaktien und teilweise Private Equity-, Agrar- und Farmlandaktien enthalten sie Anlagesegmente, die in traditionellen Portfolios oft nicht oder nur sehr wenig vertreten sind. Wir bieten auch konzentriertere Portfolios an, die aber auch zur weiteren Diversifikation bestehender Portfolios dienen können. Auch unsere schon in sich diversifizierten Portfolios können zur weiteren Diversifikation bestehender Anlagen genutzt werden, zum Beispiel durch eine Diversifikation über Investmentphilosophien. Außerdem beschäftigt sich Dirk Söhnholz schon seit seiner Diplomarbeit in 1986 mit dem Thema Diversifikation. Da passte es gut, dass wir keine andere Firma gefunden haben, die sich Diversifikator nennt. Durch das stark gestiegene Angebot von fokussierten ESG Portfolios haben wir uns aber Anfang 2021 in Soehholz ESG GmbH umbenannt.

8.9.19. Wie verbindlich sind „Empfehlungen“ für Interessenten an den Musterportfolios?

Unsere Empfehlungen beziehen sich nur auf die standardisierten Musterportfolios, nicht auf die realen Portfolios der Anleger, die wir gar nicht kennen. Die Empfehlungen erfolgen, weil wir der Ansicht sind, dass zum Beispiel mit einem ETF-Austausch das Musterportfolio besser aufgestellt ist.

Unsere Empfehlungen sind deshalb völlig unverbindlich für den einzelnen Anleger und nicht von uns individualisiert. Diese Individualisierung kann nur durch Anleger selbst oder Berater erfolgen.

Der Anleger oder sein Berater können selbst entscheiden, ob und welchen unserer Ideen sie folgen oder nicht. So können individuelle Handelskosten entscheidend sein. Wenn ein von uns im Musterportfolio vorgenommener ETF oder Aktienaustausch aus Sicht des Beraters oder Anlegers nur marginale Verbesserungen bringt, aber zu nennenswerten Handelskosten führen würde, sollte der Anleger von einer Umsetzung Abstand nehmen oder diese zu einem späteren Zeitpunkt umsetzen, zum Beispiel, wenn er sein Portfolio aufstockt oder umstellt.

8.9.20. Kann man unsere Tätigkeit als Portfoliomanagement oder Vermögensverwaltung bezeichnen?

Aufsichtsrechtlich treffen diese Begriffe nicht auf uns zu. Insbesondere erteilen wir keine Wertpapier-Order. Wenn ein Kunde die Musterportfolios selbst umsetzen möchte, erteilt er die Order selbst. Wenn der Verwalter für den Kunden agiert, erteilt der Verwalter die Order. Die ausführende Stelle muss dann die üblichen Prüfungen durchführen (z.B. in Bezug auf Geeignetheit, Geldwäsche etc.) und das laufende Reporting sicherstellen. Wir sehen uns als Portfoliostrategen. Unsere Musterportfolios sind nicht handelsaktiv, einige von ihnen sind jedoch Multi-Asset oder umgangssprachlich „vermögensverwaltende“ ETF-Portfolios bzw. technisch, nach der Umsetzung durch den Anleger oder seinen Berater, mehr oder weniger standardisierte ETF- bzw. Aktien-Vermögensverwaltungen.

8.9.21. Wieso werden wir nicht reguliert?

Als Anbieter von standardisierten Musterportfolios sind wir nicht regulierungspflichtig, wie die Finanzdienstleistungsaufsicht uns bei der Gründung bestätigt hat. Regulierungspflichtig wird man zum Beispiel, wenn man Einlagen annimmt, Anlegergelder verwaltet, Finanzanalysen verkauft oder Anleger individuell und konkret im Hinblick auf Investments berät. Unsere Nicht-Regulierung hat aber keine Nachteile für Anleger, weil die Musterportfolios bei in Deutschland zugelassenen Banken umgesetzt werden sollten. Das Geld der Anleger sollte auch von in Deutschland zugelassenen Verwaltern (z.B. Banken) verwaltet werden oder Anleger sollten von regulierten Beratern beraten werden.

8.9.22. Welches sind die Hintergründe der Soehnholz ESG GmbH?

Die Diversifikator GmbH wurde seit Ende 2015 vorbereitet, Ende Januar 2016 gegründet und Anfang März ins Handelsregister eingetragen. Anfang 2021 wurde die Firma in Soehnholz ESG GmbH geändert. Die systematisch-prognosefreie Investmentphilosophie, auf der Soehnholz ESG aufbaut, wurde von Dirk Söhnholz seit dem Jahr 2000, und verstärkt nach der Finanzkrise 2008, entwickelt. Unternehmensgegenstand ist vor allem die Entwicklung und Vermarktung von regelbasierten Modell- bzw. Musterportfolios mit Fokus auf ESG. Diese werden online und möglichst transparent, das heißt ausführlich dokumentiert, für Berater und ihre Kunden zur Verfügung gestellt.

Wir bezeichnen uns auch als (Online) Portfoliostrategen. Wir beraten keine Privatkunden, nehmen keine Einlagen an und machen auch keine Finanzanalysen im regulatorischen Sinn.

8.9.23. Wie sehen wir die Zukunft von Online-Vermögensberatung und -Verwaltung?

Wir sind sehr zuversichtlich, dass die Online-Vermögensberatung und –Verwaltung (Robo-Advice) stark zunehmen wird. Online-Informationen und Online-Beratung sind vor allem für Kunden wichtig, die finanziell nicht attraktiv genug sind, um klassische professionelle Beratung zu bekommen. Diese Kunden sind dazu gezwungen, sich selbst zu beraten und sind deshalb sogar auf das Internet angewiesen. In Großbritannien wurde das von der Finanzaufsicht frühzeitig erkannt und soll gefördert werden.

Außerdem wird der von uns verfolgte hybride Ansatz wichtiger. Hybrid bedeutet eine Kombination von Online- und Offline-Beratung. Dazu wurde im März 2016 eine Stellungnahme der US Finanzaufsicht veröffentlicht (Report on Digital Investment Advice der Financial Industry Regulation Authority (FINRA), März 2016). Je besser sich Anleger online informieren können, desto besser sollte das für die Kapitalanlage sein und desto bessere Beratungen sollten erfolgen können. Die US Finanzaufsicht FINRA weist in Ihrer Analyse unter anderem darauf hin, dass bisherige Onlinetools zu manchmal stark unterschiedlichen Portfolio-Allokationen kommen. Das ist nicht erstaunlich, wie man an unserem Abschnitt zu Pseudo-Optimierungen sieht.

Die FINRA weist auch darauf hin, dass die Online-Modelle bzw. Tools transparent sein sollten, was nicht immer der Fall zu sein scheint. Sie sollten auch nicht mit zu stark vereinfachten Annahmen arbeiten und es ermöglichen, bestimmte „Schocks“ zu beurteilen. Bei letzterem sollen die Tools helfen, auf die wir hinweisen (z.B. www.portfoliovisualizer.com) aber auch unsere Faktoranalysen.

Wir gehen davon aus, dass die Unterstützung von Beratern mit unseren Services dazu geeignet ist, eine von der Regulierung für Provisionseinbehalte geforderte Qualitätsverbesserung von Beratung zu erreichen (Stichwort MiFID II).

8.10. Kosten

8.10.1. Warum scheinen wir etwas teurer zu sein als einige sogenannte Robo-Berater (Online-„Berater“)?

Wenn man alle Kostenelemente betrachtet, sind wir unseres Wissens kaum teurer als deutsche Robo Advisors, insbesondere nicht für sogenannte defensive Portfolios. Unsere Gebühren fallen ja typischerweise nur für den Renditeteil der Portfolios an und nicht für den „Cash“-Teil. Defensive Portfolios mit 50% Cashanteil kosten deshalb nur ca. 0,6% p.a., allerdings ist dabei u.a. keine Portfolioimplementierung enthalten. Hinzu kommt, dass wir empfehlen, Berater zu nutzen. Anders als bei einem sogenannten Robo-Advisor beinhalten die Standardgebühren von 1% p.a. typischerweise auch die Kosten für individuelle und persönliche Beratungen und die Verwaltung der Portfolios. Die individuellen Kosten für die Beratung und Verwaltung von Portfolios werden allerdings von den jeweiligen Beratern/Verwaltern festgelegt, welche unsere Portfolios anbieten).

Berater werden durch den Anleger direkt bezahlt und geben uns den auf uns entfallenden Teil der Gebühr von normalerweise 0,3% p.a. weiter. Unser Anteil an der Gebühr (ohne Implementierungskosten) liegt damit etwa bei der Gebühr von Indexfonds (ETFs), unter einer typischen Robo-Advisor Gebühr von 0,5 bis 1% p.a., und erheblich unter der Gebühr von klassischen Fonds, die üblicherweise 1 bis 2% p.a. kosten. Allerdings enthalten diese drei Alternativen die Umsetzungskosten.

Persönliche Situationen unterscheiden sich vielfältig voneinander und Finanzanlagen sind sehr komplex. Selbst sehr vermögende Anleger nutzen oft Beratung und sei es nur, um geplante Anlagen vor der Umsetzung noch einmal prüfen zu lassen. Unser Geschäftsmodell hat Nachteile in Bezug auf Anleger, die (noch) „zu klein“ für Anlageberater sind. Geringere Gebühren für kleine Anlagebeträge können wir jedoch aus administrativen Gründen nicht umsetzen. So gibt es keine anerkannte Mindestgrenze, oberhalb derer Berater gerne aktiv werden, denn viele „kleine“ (junge) Kunden von heute sind morgen attraktive Kunden. Außerdem wollen wir vermeiden, Kundendaten zu sammeln oder Kundenangaben zu prüfen, z.B. Behauptungen, dass Anleger keine Berater finden.

Wir bemühen uns aber darum, Berater zu finden, die auch „kleine“ Kunden beraten. „Kleine“ Kunden können sich bei Fragen grundsätzlich auch an einige Verbraucherzentralen wenden, die – gegen ein etwas geringeres Honorar als typische Honorarberater – ebenfalls Beratung anbieten. Und wir versuchen diesen Nachteil zumindest teilweise dadurch zu kompensieren, indem wir möglichst viele

Informationen auf unserer Internetseite offenlegen, eigene Tools zur Verfügung stellen und auf fremde Tools hinweisen (Als Tools bezeichnen wir Hilfsmittel, meist kleine Programme, die bei der Analyse und Anlageplanung unterstützen können). Wir hoffen auch, dass es zu Kommunikation von Interessenten untereinander über unsere Services kommt. Wir selbst dürfen aus Lizenzgründen und können wegen mangelnder Kapazität keine Anlageberatung für Privatkunden leisten.

8.10.2. Wie werden die individuellen Kosten der Services berechnet bzw. bezahlt?

Üblicherweise erfolgt unsere Bezahlung über einen Berater, Verwalter bzw. über die Organisation (Bank, Versicherung, Vermögensverwalter etc.), welcher der Berater angehört. Wir empfehlen ausdrücklich die Nutzung von Beratern/Verwaltern.

Die Gebühren für die Nutzung von Musterportfolios durch Anlageberater und Vermögensverwalter, die die Musterportfolios für Investmentzwecke bei ihren Kunden verwenden, betragen grundsätzlich 0,3% p.a. inklusive Umsatzsteuer²⁴² des in vollständiger oder überwiegender Nachbildung des jeweiligen Musterportfolios angelegten Kapitals.

Anlageberater bzw. Vermögensverwalter können ihre Gebühren gegenüber Anlegern grundsätzlich frei festlegen. Die Berater bzw. Verwalter zahlen einen Teil dieser Gebühren normalerweise direkt an uns und behalten einen Anteil für ihre Services ein.

Falls Anleger für die Beratung zu bzw. die Verwaltung unserer Portfolios Anlageberater bzw. Vermögensverwalter nutzen, die keinen Vertrag mit uns haben und deshalb keine Gebühren an uns zahlen, sind die Anleger verpflichtet, uns für die Nutzung der Portfolios direkt zu bezahlen. Das trifft zum Beispiel für Berater zu, die keine anlagevolumensabhängigen Gebühren erheben können bzw. wollen .

Beratungshonorare bzw. Vermögensverwaltungsgebühren, die in Zusammenhang mit der Beratung zu unseren Portfolios an solche Berater bzw. Verwalter ohne Vertrag mit uns gezahlt werden, können teilweise von der Nutzungsgebühr abgezogen werden. In jedem Fall sind aber weiterhin mindestens 0,3% p.a. inklusive Umsatzsteuer²⁴³ des in vollständiger oder überwiegender Nachbildung des jeweiligen Musterportfolios angelegten Kapitals an uns zu zahlen.

Die Gebühren für uns werden auf Basis der nach den Musterportfolios angelegten Mittel berechnet. Je nach Beratungsorganisation oder Depotbank kann die Anlagebasis unterschiedlich gerechnet werden (Üblich sind tagesbezogene Berechnungen durch Depotbanken und automatische Gebührenberechnung durch Depotbanken, die jedoch typischerweise nur bei einer Beraternutzung

²⁴² 16% von Juli bis Dezember 2020, für Großanleger gelten geringere Gebühren

²⁴³ Für Großanleger gelten geringere Gebühren

erfolgt). Wenn man von den im Monat durchschnittlich angelegten Mittel ausgeht und nur Monatsanfang und Monatsendwert zur Berechnung nutzt, ergibt sich die folgende Berechnung:

$(\text{Monatsanfangswert} + \text{Monatsendwert})/2$

Um das umzusetzen, müsste der Anleger diese Berechnung jeden Monat durchführen und die Gebühren könnten jeden Monat voneinander abweichen, so dass kein Dauerauftrag eingerichtet werden könnte. Um Anlegern die Arbeit zu erleichtern und die Möglichkeit für einen Dauerauftrag zu schaffen, kann die Bezahlung unserer Services deshalb wie folgt vereinfacht werden:

- Bei einem sogenannten Einmalbetrag werden $1,19\% * \text{Einmalbetrag}/12$ pro Monat am Ende des jeweiligen Monats fällig (Zu den 1% Gebühren p.a. kommt bei direkten sogenannten Fonds- bzw. ETF-Vermögensverwaltungen - anders als bei steuerprivilegierten Fonds- bzw. Versicherungspolice – die Umsatzsteuer hinzu). Dabei werden nur ganze Monate berechnet. Bei einer Anlage von EUR 12.000 ist die monatliche Basis danach EUR 1.000 und es werden zu Monatsende EUR 11,90²⁴⁴ als Gebühr für die Nutzung des Musterportfolios fällig.
- Bei 100 Euro Sparrate pro Monat ergibt sich im ersten Jahr eine durchschnittliche Anlage von 600 Euro und im zweiten Jahr eine durchschnittliche Anlage von 1.800 Euro etc.. EUR $600 * 1,19\% / 12$ sind EUR 0,595 pro Monat (bzw. EUR 0,58 bei 16% Umsatzsteuer). Im zweiten Jahr beträgt die durchschnittliche Anlage 1.800 Euro und die monatlichen Kosten steigen dementsprechend an.

Für unsere Bezahlung benötigen wir keine Daten von Musterportfolio-Nutzern, es sei denn, diese möchten eine Rechnung über den an uns gezahlten Betrag haben. In diesem Fall benötigen wir die üblichen Details.

Diese Daten werden wir im Rahmen der gesetzlichen Pflichten speichern: Wann welcher Betrag von welchem Konto (IBAN Angabe nötig) gezahlt wurde, wer der Zahler und damit der Rechnungsempfänger ist (mit vollständigem Namen), und die genaue Anschrift für die Rechnung.

8.10.3. Muss nur bei exakter Umsetzung der Musterportfolios bezahlt werden?

Wir verfolgen ein Vertrauensprinzip. Wer unseren Musterportfolios folgt, muss für die Nutzung auch bezahlen. Auch wer unseren Musterportfolios zwar nicht genau, aber überwiegend folgt, muss uns ebenfalls bezahlen.

Überwiegend verstehen wir als mehr als 50% deckungsgleiche Positionen (ISINs). Wir vertrauen darauf, dass die Berater bzw. Anleger, die unseren Musterportfolios folgen, fair angeben, inwieweit sie unseren Portfolios folgen und uns entsprechend honorieren.

²⁴⁴ Bei 19% Umsatzsteuer

In den News teilen wir mit, wann wir welche Musterportfolioänderungen empfehlen.

8.10.4. Was für Kosten fallen für Honorarberater, Single Family Offices bzw. institutionelle Anleger wie Stiftungen an?

Honorarberater, die Stundenhonorare von ihren Kunden erhalten oder Servicepauschalen berechnen, zahlen netto 0,25% p.a. basierend auf ihren Assets under Advice in unseren Portfolios, also ohne Berücksichtigung von „Cash“. Single Family Offices und institutionelle Anleger zahlen ebenfalls netto 0,25% p.a. pro Jahr²⁴⁵. Wenn gewünscht wird, dass unsere Services unter einem Haftungsdach erbracht werden, erhöht sich diese Gebühr. Für Cash-Bestandteile fallen keine Gebühren an.

8.10.5. Warum haben wir uns für ein Servicegebührenmodell entschieden?

Wir wollen, dass unsere Leistungen vom Kunden bezahlt werden und nicht durch Provisionen von Anbietern. Dadurch sind wir bei der Produktselektion unabhängig von Provisionshöhen und nutzen besonders gerne günstige provisionsfreie ETFs. Die Bezahlung durch Kunden soll als anlagevolumensabhängige Servicegebühr erfolgen. Das sind bei uns die empfohlenen 1% pro Jahr (typischerweise inklusive Beratung/Verwaltung) auf das Anlagevolumen. Diese Form der Vergütung ist heute bei der Verwaltung von privaten und institutionellen Anlagevermögen auch in Deutschland üblich.

Honorarberatung im klassischen Sinn mit dem Bezahlen über Stundensätze kommt für uns nicht in Frage, da wir keine Beratung und damit auch keine Beratungsstunden verkauft. Außerdem ist diese Art der Bezahlung für Kleinanleger nicht attraktiv, weil sich nur wenige Beratungsstunden schnell zu relativ hohen Kosten in Bezug auf die Anlagebeträge führen können.

Außerdem kann man schlecht nachvollziehen, ob die berechnete Stundenzahl fair ist. Anbieter nutzen ungern stundenorientierte Gebühren, weil sie dann durch die Anzahl ihrer Mitarbeiter begrenzte Einnahmemöglichkeiten haben. Nach unten haben sie dagegen ein Risiko, wenn sie nicht genug Stunden verkaufen können.

²⁴⁵ Für Großanleger gelten geringere Gebühren

Ähnliches gilt für Fixgebühren und Abonnement-Modelle: 20 Euro Kosten pro Monat ergeben 240 Euro im Jahr und das sind bei Euro 10.000 Anlage 2,4% p.a., also ziemlich viel. Für institutionelle Anleger bieten wir allerdings auch maßgeschneiderte Gebührenmodelle an. Und Berater bzw. Verwalter, die unsere Services nutzen, sind natürlich völlig frei in ihrer eigenen Preisgestaltung.

8.10.6. Warum verlangen wir volumenbasierte und keine erfolgsorientierten Gebühren?

Wir verlangen auch keine sogenannten performanceabhängigen Gebühren. Erfolgsorientierte Gebühren werden nur dann gezahlt, wenn Erfolge eintreten. Das hört sich zunächst gut an. Besonders schwierig ist es, eine gute Bezugsbasis für solche Gebühren zu finden. Indizes taugen dafür nicht für uns, weil wir mit den ETF-Portfolios Indizes schlecht outperformen können bzw. auch gar nicht unbedingt wollen, weil wir dann möglicherweise zu hohe Risiken in den Portfolios eingehen müssten. Und erfolgsabhängige Gebühren über einer sogenannten Hurdle Rate von 0%, 2%, 4% o.ä. pro Jahr führt in guten Marktjahren zu sehr hohen Gebühren und in schlechten zu sehr niedrigen, honoriert also unsere Leistung nicht adäquat.

8.10.7. Bei den günstigen Gebühren, die wir verlangen, müssen relativ viele Kunden gewonnen werden, um profitabel zu werden. Wie soll das gelingen?

Wir sind sehr effizient aufgestellt und planen keine teuren Werbemaßnahmen. Wir sind außerdem sehr gut finanziert, so dass wir sehr lange auch ohne bzw. mit geringen Gewinnen und ohne fremde Kapitalgeber durchhalten können. Man sollte aber nicht erwarten, dass wir schnell ein großes, bzw. teures Team aufbauen.

Selbst wenn wir den Geschäftsbetrieb einstellen sollten, sind die von uns zusammengestellten Portfolios sicher, denn sie sind überwiegend in separaten und stark regulierten Fonds (ETFs) sollten in Depots von regulierten Banken angelegt sein. Außerdem sind alle von uns entwickelten Portfolios grundsätzlich sehr liquide und können deshalb kurzfristig verkauft werden.

8.11. Investmentphilosophie

8.11.1. Wieso ist Investmentphilosophie wichtig und welche Philosophie verfolgen wir?

Wenn man verstehen möchte, wie ein Portfolio in der Zukunft performen könnte, sollte man die Investmentphilosophie des Portfoliomanagers kennen. Der typische Portfoliomanager arbeitet ohne feste Regeln, an die er sich immer halten muss, und er nutzt fremde oder eigene Prognosen, um sein Portfolio zu steuern (diese Philosophie bezeichnen wir als diskretionär).

Quantitative Portfolios dagegen werden zu einem ganz überwiegenden Teil regelbasiert gesteuert und nutzen fast immer Prognosen und Optimierungsmodelle, um zu Anlageentscheidungen zu kommen.

Wir verfolgen eine dritte, regelbasierte, aber komplett prognose- und optimierungsfreie Anlagephilosophie. Die einfachste Ausprägung solcher Strategien sind traditionelle Indexinvestments, naive bzw. Gleichgewichtungen und starre Allokationen. Solche Philosophien sind sehr selten in Bezug auf Multi-Asset-Angebote. Dirk Söhnholz, der Gründer, unser Anteilseigner und Geschäftsführer, nutzt diese Anlagephilosophie seit 2000 und hat Einiges dazu veröffentlicht (s. Publikationsliste auf www.prof-soehnholz.com).

Untersuchungen zeigen, dass diskretionäre und quantitative Portfolios sich systematisch unterschiedlich verhalten können. Eine Diversifikation über Investmentphilosophien kann deshalb sinnvoll sein. Es gibt nur wenige traditionelle Anbieter von systematisch-prognosefreien Multi-Asset Portfolios. Zum Erfolg solcher Strategien insgesamt sind uns keine Untersuchungen bekannt. Die eigenen Erfahrungen sind jedoch sehr positiv.

8.11.2. Warum bezeichnen wir unsere Ansätze als robust, obwohl unsere Portfolios nicht immer robust gegenüber Marktveränderungen sind?

Wir entwickeln Portfolios, die auf robusten Regeln basieren und nur eine begrenzte Zahl von gut dokumentierten „Inputs“ nutzen. Die Regeln werden nur selten und dann auch nur in geringem Umfang geändert. Damit sind die resultierenden Portfolios robust gegenüber Meinungsänderungen (wie sie bei diskretionär gemanagten Portfolios vorkommen können) und robust gegenüber Modell- und Modellinputänderungen (z.B. Prognoseänderungen, wie sie bei quantitativen Managern häufig vorkommen). Wie stark Portfolios auf einzelne Input- bzw. Prognoseänderungen reagieren können, kann man im Abschnitt „Pseudo-Optimierung“ sehen.

Die Regeln, mit denen wir zu Portfolios kommen, sind abhängig von Annahmen. Deshalb nennen wir sie nicht vollkommen, sondern „most passive“. Annahmefreies Investieren ist nicht möglich.

Nachdem die Regeln festgelegt sind, sind unsere Portfolios weitgehend passiv. Wir ändern unsere Portfolioregeln normalerweise nicht, wenn es zu Marktveränderungen kommt.

Das heißt nicht, dass unsere Portfolios robust gegenüber allen Marktveränderungen sind. Wenn Aktienmärkte stark fallen, werden unsere Aktienmarktallokationen ebenfalls an Wert verlieren. Wenn die Weltkapitalmärkte aber massiv zum Beispiel von Anleihen in Aktien umgeschichtet werden, sollten Aktien an Wert gewinnen und Anleihen tendenziell an Wert verlieren. Das sollte sich auch in unseren Weltmarktportfolios widerspiegeln, so dass sie auch in diesem Fall relativ robust sein sollten. Man darf aber nicht erwarten, dass alle unsere Portfolios in allen Marktphasen bzw. Situationen stabil sind.

8.11.3. Was machen wir anders als ETF-Dachfonds?

Dirk Söhnholz ist seit 1999 im Finanzbereich aktiv und war schon sehr früh skeptisch in Bezug auf etliche klassische Geldanlagemodelle. So waren schon die ersten Private Equity Dachfonds der Feri, die er konzipiert hat, mit jeweils 50% Venture und 50% Buyout, sowie 50% Europa und 50% USA eher naiv allokiert, was sich im Nachhinein gut bewährt hat. In dem Buch, welches Dirk Söhnholz 2010 mit Kollegen veröffentlicht hat, wurde bereits intensiv auf das Konzept der systematisch prognosefreien bzw. sogenannten „naiven“ Asset Allokation eingegangen.

Im Unterschied zu klassischen ETF-Dachfonds-Anbietern stehen bei uns standardisierte ETF-Portfolios im Vordergrund. Dabei konzentrieren wir uns auf die strategische Allokation und das Rebalancing, aber setzen in den Basisportfolios nicht auf aktives Timing bzw. auf taktische Aspekte. Außerdem sind wir sehr günstig. Wenn man Datenbanken wie die von Morningstar nach ETF-Dachfonds durchsucht und diese nach laufenden Kosten sortiert, kann man das einfach nachprüfen. Wir wissen, wie schwer es ist, die sogenannten Märkte oder besser passive Benchmarks zu schlagen. Günstige Kosten sind die wohl wichtigste Voraussetzung, um das schaffen zu können.

8.12. ESG – verantwortungsvolles Investieren

8.12.1. Welche Rolle spielt verantwortungsvolles Investieren für uns?

Wir sind ein großer Anhänger von Anlagen, die ökologischen, sozialen und Governance- („ESG“ für die englischen Begriffe) Kriterien folgen. Auch als Unternehmen versuchen wir, in möglichst vielen ESG-Punkten gut zu sein²⁴⁶. Außerdem ist ESG der Schwerpunkt unserer Portfolioentwicklung. In 2015/2016 war eines unserer drei Portfolios ein ESG ETF-Portfolio. In 2022 sind 15 der 17 Portfolios nachhaltig. Bisher gibt es nur sehr wenige so konsequent wie unsere nach den drei wichtigen Kategorien Governance/Unternehmensführung, Sozial und Umwelt (Environment) ausgerichteten öffentlich angebotenen Portfolios in Deutschland.

8.12.2. Warum ist ESG bzw. SRI wichtig, was ist zu beachten und wie gehen wir vor?

Viele, auch eigene (s. „Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios“, Absolut Report Nr. 6/2014) Untersuchungen haben gezeigt, dass die Beachtung von ESG (Environment, Social, Governance) bzw. SRI (Socially Responsible Investment) Kriterien weder zu niedrigeren Renditen noch zu höheren Risiken führt, zumindest in Bezug auf Aktienanlagen. Für Multi-Asset Portfolios gibt es jedoch Diversifikationsbeschränkungen, wenn man z.B. weltweit in Immobilienaktien, Infrastrukturaktien oder besonders auch Rohstoff- und Agraraktien anlegen möchte, denn für diese Segmente gab es in 2015 nur wenige Fonds und keine ETFs, die konsequent ESG bzw. SRI Kriterien berücksichtigen. Wenn man dann noch einheitliche ESG/SRI für alle Portfoliobestandteile verlangt, konnten lange Zeit nur Aktien und Unternehmensanleihen in ESG ETF-Portfolios aufgenommen werden.

Auch künftig werden wir zumindest für Benchmark-Zwecke ein sehr diversifiziertes Weltmarktportfolio ohne ESG-Kriterien anbieten. Neue ETF- und vor allem direkte Portfolios werden aber fast ausschließlich strengen ESG Kriterien entsprechen.

8.12.3. Was halten Sie von Nachhaltigkeitsratings für ETFs.

Wir nutzen Nachhaltigkeitsratings seit 2022. Vorher haben wir ETFs mit dem DVFA PRISC Tool selektiert. Bevor es das Tool gab, haben wir ETFs anhand von Kriterien selektiert, wie sie für das Tool genutzt werden. Die Umstellung auf ESG Ratings erfolgte, weil wir die Ratingqualität in einem einjährigen Test intensiv prüfen konnten. Wichtig ist uns dabei, dass die Ratings eine Aggregation der Ratings aller einzelnen Wertpapiere darstellen und dass wir separate Ratings für E, S und G zur Verfügung haben.

²⁴⁶ Zum ESG Verständnis und Definitionen siehe Söhnholz/Frank 2018

8.13. No- bzw. Small-Data

8.13.1. Wir propagieren einen sogenannten No- bzw. Small-Data Ansatz. Welche Rolle spielt das Thema Kundendaten bzw. Datenschutz?

In Bezug auf Datenschutz wagen wir ein Experiment. Nach klassischer betriebswirtschaftlicher Logik sollte ein Service- bzw. Produkthanbieter möglichst viele Kundendaten sammeln, denn mit Data-Mining kann er angeblich mehr verkaufen, weil er die Kundenbedürfnisse damit besser identifizieren kann. Das gilt vor allem in Zeiten, in denen maschinelles Lernen bzw. künstliche Intelligenz günstiger und populärer werden. Zusätzlich könnte man Daten verkaufen und so den Unternehmenswert steigern.

Wir möchten dagegen versuchen, mit möglichst wenigen Kundendaten zu arbeiten, weil Finanzdaten besonders sensibel sind. Uns ist zudem Datenschutz sehr wichtig. Vollständiger Datenschutz ist bei der heutigen professionellen Cyberkriminalität aber extrem schwierig.

Außerdem werden Kundendaten oft als das wichtigste Kapital von Kundenberatern angesehen, denen wir keine Konkurrenz machen wollen, sondern die wir als unsere wichtigsten Partner ansehen.

Wir vertrauen darauf, dass wir gegenüber Neukunden empfohlen werden, auch weil wir so wenige Kundendaten haben wollen.

8.13.2. Welche persönlichen Daten benötigen wir?

Für die Nutzung der Newsfunktion und für Portfoliodetails muss eine E-Mail-Adresse verwendet werden. Die Überweisung unserer Gebühren kann für uns anonym über Berater erfolgen. Wenn uns direkt Gebühren überwiesen werden, sehen wir zwar die Kontoverbindung, aber wir nutzen diese Daten nur für administrative und nicht für Marketingzwecke. Persönliche Daten benötigen wir nur, wenn man Rechnungen von uns erhalten möchte.

8.14. Small-Data für Portfolios und Pseudo-Optimierer

8.14.1. Wie kommen wir zu den Musterportfolios und wie kann man Portfolios (Pseudo-) optimieren?

Wir haben für unsere Portfolios zunächst Regeln entwickelt, nach denen wir selbst investieren würden. Dafür hat die vergangene Performance der genutzten Instrumente keine Rolle gespielt, wie man in unserem Regelwerk sehen kann. Erst danach haben wir uns angesehen, wie die ETFs bzw. Aktien der Portfolios in ihrer Kombination in der Vergangenheit performt hätten. Da einige ETFs unserer Portfolios relativ neu sind, kamen wir mit dieser Analyse nicht weit. Deshalb haben wir zum Unternehmensstart ältere „Ersatz“-ETFs gesucht, die den von uns verwendeten möglichst ähnlich sind, oder auch nur die zugrundeliegenden Indizes verwendet, um eine längere Vergangenheitsrendite zu simulieren. Insbesondere hat uns die Rendite unserer Musterportfolios im Krisenjahr 2008 interessiert. Die Renditen der so zusammengestellten Portfolios erschienen uns attraktiv und auch die Risiken erschienen uns tragbar. Deshalb haben wir nichts mehr an den Portfolios geändert. Wenn die Renditen oder Risiken sehr unattraktiv gewesen wären, hätten wir unsere Regeln hinterfragt und gegebenenfalls eine Modifikation der Regeln getestet, aber das war in diesem Fall nicht nötig.

Eine (Pseudo-)Optimierung hätte an diesem Punkt ansetzen können. So hat das ESG ETF-Portfolio nicht ganz so gute simulierte Vergangenheitswerte wie das Weltmarktportfolio. Mit einigen Veränderungen an der Allokation des ESG ETF-Portfolios würde es uns sicher gelingen, eine bessere Performancehistorie zu simulieren. Darauf haben wir aber bewusst verzichtet.

Anleger können mit öffentlich zur Verfügung stehenden Tools eigene (Pseudo-)Optimierungen durchführen (Siehe z.B. unter www.portfoliovisualizer.com unter „Efficient Frontier“). Wir sagen „Pseudo“, weil diese „Optimierungen“ zwar mathematisch korrekt zu besseren theoretischen Vergangenheits- oder simulierten Ergebnissen führen können, aber dem Anleger aus unserer Sicht für die künftige Kapitalanlage nicht viel helfen und deshalb nicht optimal für Anleger sind. So kann man mit www.portfoliovisualizer.com eigene Allokationen für verschiedene Perioden testen und man kann dort oder unter www.portfoliocharts.com sehen, wie als besonders gut bekannte Allokationen performt hätten, wenn man sie mit ETFs nachgebildet hätte. Man wird feststellen, dass relativ kleine Änderungen von Rendite-, Risiko- oder Abhängigkeits- bzw. Korrelationsprognosen zu großen Veränderungen der sogenannten „optimalen“ Portfolios führen können.

Korrelationen zwischen diversen Wertpapieren oder Anlagesegmenten kann man ebenfalls auf der Seite www.portfoliovisualizer.com analysieren. Dort kann man auch Faktoranalysen machen, Simulationen durchführen und mehrere Timingmodelle testen. Wir fühlen uns mit unserem

regelbasierten, transparenten und robusten Anlageprozess wesentlich wohler als mit Optimierungen.

8.15. Rückrechnungen

8.15.1. Manche Portfolios und Indizes haben erst einen kurzen echten Track Record. Ist das nicht ein großer Vermarktungs-Nachteil?

Grundsätzlich ja, aber neue ETFs ohne Track Record werden ja oft auch sehr gut verkauft. Unsere Portfolios und Indizes haben einige der Vorteile von ETFs: Kostengünstig und sehr transparent, auch in Bezug auf die Regeln. Außerdem werden unsere Portfolios und Indizes sehr selten und dann auch meist nur geringfügig geändert. Zusätzlich haben wir unsere Rückrechnungen online gestellt (siehe „Historische Zeitreihen der Portfolios“ unter „Rückrechnungen“) und Tools entwickelt bzw. verweisen auf fremde Tools, mit denen Berater und Anleger eigene Portfolioanalysen vornehmen können. Echter Track Record ist für unsere Portfolios deshalb nicht so wichtig wie für aktiv gemanagte Fonds. Außerdem zeigt sich bei Fonds mit gutem Track Record, dass diese künftig nicht unbedingt besser sind als Fonds mit nicht so gutem Track Record.

8.15.2. Warum nutzen wir nicht immer die „offizielle“ KIID-Risikoklassifikation für unsere Portfolios?

Die offizielle [KIID-Risikokategorie](#) wird auf Basis der Volatilitäten der letzten fünf Jahre bestimmt. Beim Weltmarktportfolio Basis wäre das die Kategorie „4“ in 2016. Eine maximale rollierende 5-Jahres Risikoklassifikation inklusive des Krisenjahres 2008 hätte jedoch die Kategorie „5“ ergeben, also mehr Risiko ausgewiesen. Wir haben deshalb bis Ende 2020 den (aufgerundeten) Mittelwert dieser beiden Werte für die Klassifikation unserer Portfolios genutzt.

Um für möglichst viele (auch neue) Portfolios vergleichbare Kennzahlen zu erhalten, nutzen wir seit Ende 2020 die 3 Jahresvolatilität, die ab Anfang 2021 aufgrund der Marktkrisen in 2020 und in 2022 gute Risikoeinschätzungen ermöglicht.

8.15.3. Was hat es für Auswirkungen, dass wir für die Rückrechnungen einfache Benchmarks nutzen?

Einfache Benchmarks sind auch einfacher nachzuvollziehen. Wenn man bei den Benchmark-Portfolios die Anleihen so detailliert wie beim Weltmarktportfolio Basis abbilden würde (also statt ausschließlich europäischen Anleihen auch US- und Japanische, Unternehmensanleihen und TIPS nutzt), hätten die Anleihen der Benchmark eine höhere Rendite aber auch eine erheblich höhere Volatilität gehabt. Ein Großteil der Unterschiede erklärt sich aus der Währungsentwicklung USD gegen EUR. Andererseits wurde für die Aktien eine Benchmark in EUR genutzt. Diese hat im Vergleich zu einer detaillierten Aktienbenchmark von der Währungsentwicklung profitiert, so dass sich die beiden Effekte weitgehend ausgleichen.

8.16. Risiken

Auf einer Veranstaltung am 28.6.2016 in Frankfurt hat die staatliche Aufsichtsbehörde „Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen“ (BaFin FinTech Konferenz, Vortrag von Christoph Schlecht, S. 13) 9 Herausforderungen für Verbraucher aufgeführt. Im Folgenden erläutern wir kurz, wie wir mit den jeweiligen Punkten umgehen:

- (1) Identität des Anbieters: Im Impressum finden sich alle rechtlich erforderlichen Angaben. Auf der Unterseite „Wer wir sind“ gibt es weitere Hinweise und Details zum Gründer, Eigentümer und Geschäftsführer Prof. Dr. Dirk Soehnholz findet man unter www.prof-soehnholz.com.
- (2) Beaufsichtigung des Anbieters: Wir sind nicht beaufsichtigt, da Musterportfolioanbieter nicht reguliert werden müssen. Wir empfehlen Anlegern, die Musterportfolios mit Hilfe von Beratern bzw. Vermögensverwaltern bei deutschen Depotbanken umzusetzen. Diese wiederum müssen über entsprechende Zulassungen und eine Aufsicht verfügen.
- (3) Geschäftsbedingungen: Die Geschäftsbedingungen sind unter dem Punkt AGB zu jeder Zeit frei zugänglich. Sie sind mit dem Ziel erstellt worden, besonders verbraucherfreundlich und transparent zu sein.
- (4) Datenschutz: Wir befolgen einen sogenannten No- bzw. Small Data Ansatz. Ziel ist es, möglichst keine oder wenn nötig, dann möglichst wenige Daten von Anlegern abzufragen und zu speichern. Von Anlegern, die über Berater betreut werden und solchen, die direkt betreut werden aber keine Rechnung benötigen, werden überhaupt keine Daten benötigt. Damit ist unseres Erachtens dem Datenschutz am besten gedient.
- (5) Umgang mit Beschwerden: Da wir nicht reguliert sind, ist die Firma auch keiner offiziellen Beschwerdestelle angeschlossen.
- (6) Vollautomatische Prozesse: Wir sind in erster Linie eine Plattform für Berater. Die wesentlichen Anlageprozessschritte Finanzplanung, Risikoeinschätzung, Portfoliowahl und Implementierung sind deshalb nicht alle voll automatisiert und auch nicht

automatisch miteinander verknüpft. Das Ergebnis und meist auch die konkrete Herleitung der Ergebnisse der relevanten Prozessschritte kann individuell vom Interessenten überprüft werden. Berater sollen Anleger bei diesen Prozessschritten unterstützen bzw. kritisch begleiten. Die Risiken für Anleger durch Fehler in „unseren“ nicht-vollautomatischen Prozessen sind unserer Ansicht nach deshalb für Anleger begrenzt.

- (7) Technische Risiken: Da keine automatische Implementierung von Portfolios erfolgt, sind die technischen Risiken der Nutzung von Diversifikation begrenzt. Da sich unsere Portfolios zudem nur selten ändern (typischerweise jährliche Überprüfung bzw. Rebalancierung) und transparent sind, sind die Risiken durch falsche Portfoliozusammenstellung ebenfalls gering.
- (8) Kosten und Gebühren: Wir legen nicht nur unsere Gebührenempfehlungen an Berater offen, sondern machen unter dem Punkt „Kosten“ bzw. „Kostenvergleich“ alle uns bekannten Kosten für Anleger transparent, die in Zusammenhang mit einer Anlage anfallen können. Wir halten unsere Kosten und Gebühren, insbesondere für defensive Portfolios und wenn externe Beratung in Anspruch genommen wird, für sehr günstig.
- (9) Beurteilung der Seriosität des Anbieters: Wenn Anleger sich trotz der vielfältigen Informationen auf unserer Internetseite kein positives Urteil zu diesem Punkt zutrauen, sollten sie einen Berater ihres Vertrauens um eine Einschätzung bitten.

8.17. Weitere Informationsquellen

8.17.1. Wie würde eine Do-It-Yourself Anleitung für kritische Anleger lauten, die möglichst viel selbst überprüfen wollen, und welche Tool- und Datentipps haben wir?

Hinweis: Wir empfehlen, sich von Profis beraten zu lassen.

Wenn Anleger grundlegende Fragen zu Finanzen haben, können sie sich z.B. die kostenlosen Schulungen unter Khan Academy ansehen.

Sie wissen, wie viel Geld Sie für welchen Anlagehorizont anlegen können bzw. sollten, z.B. weil Sie das Finanzwesir-Tool (Anleitung für eine selbst zu erstellende Excel-Lösung (Stichwort „Finanzcockpit“), den Lexware Finanzmanager, Finatra und/oder die Tools des Deutschen Instituts für Altersvorsorge genutzt haben (Dort findet man die folgenden hilfreichen Tools: Investmentrechner, Rentenlückenrechner, Berufsunfähigkeitsrechner und Lebenserwartungsrechner)?

Sie wissen, wie viel Risiko Sie tragen können, z.B. weil Sie die Analyse unter „Portfolioselektion“ und den Test von www.behavioral-finance.de gemacht haben und weil Sie sich die Grafiken auf www.portfoliocharts.com (s. unter Portfolios und dann Darstellung „Real Return by Investing Period“ z.B. des Classic 60/40 Portfolios) angesehen haben und sich man z.B. mit www.portfoliovisualizer.com mit verschiedenen Allokationen vertraut gemacht haben? Die Chancen und Risiken von Aktienmärkten können Sie sogar ab 1871 mit den Zahlen von Shiller, French und Damodar, Credit Suisse und FED selbst analysieren (siehe „externe Quellen auf www.soehnholzesg.com).

Dann suchen Sie sich ein „Rendite“portfolio aus (siehe „Portfolioselektion“). Unter „Rückrechnungen“ finden Sie Kennzahlen zu unseren Portfolios. Unsere ersten Portfolios haben wir erst Ende 2015 fertig gestellt. Bei den Daten vor dem jeweiligen Portfoliostart handelt es sich deshalb um theoretische Werte und nicht um real mit den Portfolios erzielte Werte. Weil zahlreiche von uns genutzte ETFs in 2008 noch nicht existierten, haben wir versucht, die Kennzahlen mit Hilfe von ähnlichen ETFs zu schätzen. Diese Kennzahlen sind z.B. beim ESG ETF-Portfolio vor allem deswegen schlechter als bei Nicht-ESG ETF-Portfolios, weil die Asset Allokation abweicht, denn es sind nur wenige Anleihe-ESG-ETFs verfügbar. Um Inflationsaspekte zu schätzen: Vergangene (US) Zinsen auf und Volatilität von „Cash“ kann man z.B. bei www.portfoliovisualizer.com finden. Achtung: Vergangene Renditen und Risiken sind keine Gewähr für ähnliche künftige Renditen bzw. Risiken. Außerdem ist zu beachten, über welche anderen Vermögenswerte und Verpflichtungen der Ableger verfügt, um Klumpenrisiken zu vermeiden. Wenn sie die ETFs der gewählten Portfolios noch einmal prüfen wollen können Sie das Morningstar X-Ray nutzen.

Basierend auf Ihrer Risikotoleranz kombinieren Sie das gewählte Renditeportfolio mit mehr oder weniger „Cash“ (zur „tragbaren“ Volatilität s. „Portfolioselektion“).

Lassen Sie sich möglichst spätestens jetzt von einem Profi beraten, ob diese gewählte Anlagekombination für Sie passt. Um einen Berater zu finden können Sie die bei uns aufgeführten Berater nutzen (siehe „Umsetzungswege“). Das hat den Vorteil, dass sich diese mit unseren Portfolios auskennen und auch schon Vergütungsvereinbarungen mit uns getroffen haben, mit denen die Berater zwar keine Provisionen von uns erhalten aber unsere Portfolios besonders günstig nutzen können, was den Umsetzungsprozess erheblich beschleunigen sollte. Sie können aber auch im Honoraranlageberaterregister nach Beratern suchen, die direkt von Ihnen bezahlt werden oder bei KennstDuEinen unter den Stichworten Finanzberater, Anlageberater, Vermögensberater oder Vermögensverwalter (der auch die Implementierung übernimmt), nach Beratern/Verwaltern suchen. Außerdem sollten Sie berücksichtigen, wie ihre sonstige Geldanlage strukturiert ist. Möglicherweise sind Umschichtungen Ihres bisherigen Portfolios sinnvoll, um möglichst geringe sogenannten Klumpenrisiken im Portfolio zu haben (Von Klumpenrisiken spricht man, wenn man zu stark von einzelnen Märkten, wie dem DAX, einzelnen Aktien oder anderen Faktoren wie z.B. der eigengenutzten Immobilie abhängig ist).

Als nächstes erfolgt die Umsetzung des gewählten Portfolios mit „Cash“ (z.B. auf einem Tagesgeldkonto einer deutschen Bank, siehe z.B. Tagesgeld) und bei Ihrer Depotbank: Wenn das kostenlos möglich ist, eröffnen Sie am besten ein Unterdepot oder ein komplett neues Depot (siehe Handelsblatt-Vergleichstool), um ein individuelles Reporting über das Portfolio von Ihrer Depotbank zu erhalten und damit eine gute Überwachungsmöglichkeit zu haben. Zur Umsetzung schicken Sie Ihrer Bank ein „Download“ des gewählten Portfolios (Nicht alle Depotbanken akzeptieren diese Vorgehensweise, teilweise müssen die Orders anders aufgegeben werden)..

Wenn Sie unsere Renditeportfolios nutzen: Verfolgen Sie die Änderungen, die wir vornehmen, indem Sie sich zu unseren News anmelden, und setzen Sie diese um, wenn sie von den Änderungen überzeugt sind.

8.17.2. Wieso sind wir skeptisch in Bezug auf klassische Kundenklassifikationen nach Alter, Risikoerwartung etc.?

Regulatorisch ist vorgeschrieben, dass Berater die Geeignetheit von Produkten für Kunden einschätzen sollen. Das ist aber nicht so einfach. So wird eine Einteilung in Privatkunden und professionelle Kunden nicht immer weiterhelfen. Viele Privatkunden sind finanziell sehr gut informiert und können und wollen hohe Risiken tragen. Viele professionelle Kunden können sich aufgrund vielfältiger anderer Aufgaben nur wenig mit Kapitalanlagen beschäftigen. Viele von ihnen müssen die Anlagen auch besonders vorsichtig tätigen, z.B. weil ihre Regulatoren oder Aufsichtsgremien das so vorsehen.

Außerdem sind viele der üblicherweise verwendeten Risikoklassifikationsindikatoren problematisch. So kann ein „alter“ Investor sehr risikoreich anlegen, wenn er das Geld nicht direkt für seinen Lebensunterhalt braucht, sondern sowieso vererben möchte. Und ein junger Anleger kann sehr risikoarm anlegen wollen, weil er das Geld für kurzfristige Anschaffungen anspart.

Hohes Vermögen, welches mit hohen Ausgaben einhergeht, spricht für eine eher risikoarme Geldanlage. Geringes Vermögen, das man auf längere Sicht anlegen möchte, kann auch sehr riskant angelegt werden.

Manchmal werden Anleger auch direkt nach Risikotoleranzen gefragt. Diese sind jedoch schwer verlässlich zu schätzen. Viele Anleger scheinen schon überfordert zu sein, wenn sie angeben sollen, wie ihre Anlagen oder auch bestimmte Marktsegmente in der Vergangenheit abgeschnitten haben, sei es in Form von Rendite, Verlusten oder Volatilität. Wie sollen sie dann künftige Toleranzen verlässlich schätzen können? Renditeerwartungen vom Anleger abzufragen oder Risikotoleranzen und auf dieser Basis Portfolios zu empfehlen, halten wir deshalb für sehr gewagt. Denn wie es so schön heißt, (Finanz-)Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen, und die „optimalen“ empfohlenen Portfolios basieren oft auf zahlreichen Prognosen.

Wichtig ist allerdings, dass sich Anleger über ihr Anlage- bzw. Sparpotenzial im Klaren sind und dass sie eine realistische Ausgaben- bzw. Investitionsplanung haben. Sehr wichtig ist der Zeithorizont, der Anlegern für die Anlage zur Verfügung steht. So kann man feststellen, dass typischerweise ausgewogen gemischte Portfolios von Aktien und Anleihen, die zudem breit diversifiziert wurden, in der Vergangenheit selten lange Verlustperioden aufgewiesen haben (siehe z.B. Portfolio Classic 60-40 auf www.portfoliocharts.com)

Aufgrund der Schwierigkeiten guter Selbsteinschätzungen von Risikotoleranzen, verweisen wir auf das wissenschaftlich gut fundierte Risikoeinschätzungstool auf www.behavioral-finance.de und auf die Übersichten zu vergangenen Renditen und Verlusten, die man unter „Portfolioselektion“ bzw. auf www.portfoliocharts.com findet.

8.17.3. Warum bieten wir keine (Tools für) Analysen bestehender Anlageportfolios an?

Wir weisen nicht auf Tools hin, mit denen man solche Analysen durchführen kann, und wir bieten auch kein eigenes Tool an, denn das könnte zu Interessenkonflikten führen. Bei liquiden Anlagen in Wertpapierdepots würde wohl ganz überwiegend herauskommen, dass sie teurer sind als die von uns empfohlenen ETFs und dass die meisten auch weniger robust sind, weil sie oft weniger diversifiziert sind und auf Prognosen und Optimierungen beruhen (Diversifikation einzelner Instrumente und Robustheit werden unseres Wissens von keinem bestehenden Portfolio-Vergleichs-Tool bewertet). Das würde dazu führen, Verkaufsempfehlungen für fast alle bestehenden liquiden Anlagen in „fremden“ Wertpapierportfolios abzugeben. Illiquide Anlagen kann man einerseits nicht sofort zu attraktiven Preisen verkaufen und andererseits sind sie sehr schwer zu bewerten, dafür gibt es unseres Wissens keine verlässlichen und außerdem frei zugänglichen und kostengünstigen Tools.

Aber wir raten zum Einschalten von Beratern und diese sollten die Bestandsportfolios von Anlegern analysieren. Weder wir noch typischerweise Berater (Berater setzen aber ihre eigenen Konditionen) verdienen dabei direkt an Umschichtungen in unsere Portfolios, weil bei uns keine einmaligen Gebühren wie Ausgabeaufschläge anfallen.

8.17.4. Wie können Kunden dabei mithelfen, besser beraten zu werden bzw. bessere Portfolios zu bekommen?

Je besser Kunden informiert sind, desto qualifiziertere Gespräche können sie mit ihren Beratern führen. Je besser Kunden auf ihre Gespräche mit Beratern vorbereitet sind, desto effizienter werden

die Gespräche und die Kundenbetreuung. Wenn ein Kunde die Möglichkeit hat, sich gut auf ein Beratungsgespräch vorzubereiten, sollte er diese Möglichkeit im eigenen Interesse nutzen.

Wir verweisen auf „Tools“, die Kunden bei der Gesprächsvorbereitung helfen. Dazu gehört Finanzplanungssoftware wie der Lexware Finanzmanager oder die Tools auf www.finatra.de oder www.dia-vorsorge.de, Risikoeinschätzungstools wie das unter „Portfolioselktion“ bzw. auf www.behavioral-finance.de, Simulationstools, wie sie auf der Seite www.porfoliovisualizer.com zu finden sind und auch die anderen Tools auf unserer eigenen Seite. Dazu gehört auch, dass sich der Anleger vorab mit verschiedenen Investmentmöglichkeiten beschäftigt hat. Wir verweisen dazu auf die umfangreichen Dokumentationen bzw. transparenten Regelwerke der Musterportfolios, die unter „[weitere Informationsquellen](#)“ einzusehen sind.

9. 80% anders: Unser A-Z

Anders: Wir denken dialektisch. Einer These – meist dem klassischen Vorgehen – wird eine Antithese gegenübergestellt. Daraus erwächst hoffentlich eine überlegene Synthese. Wir sind in vielen Punkten anders als andere traditionelle Asset- bzw. Portfoliomanager, aber auch als sogenannte Robo-Advisor.

Ausschlüsse: Unsere verantwortungsvollen Portfolios nutzen besonders viele und harte Ausschlüsse von Wertpapieren.

Benchmarkunabhängig: Auch wenn wir überwiegend ETFs einsetzen: Wir entwickeln unsere Portfolios unabhängig von klassischen Benchmarks. Sinnvolle Multi-Asset Benchmarks gibt es ohnehin kaum.

Beratungsorientiert: Es gibt etliche Arten von Finanzprodukten. Wir fokussieren auf Investmentfonds, d.h. regulierte und risikogesteuerte Kapitalanlagen und Einzeltitel. In Deutschland werden mehrere tausend Investmentfonds angeboten, darunter inzwischen über eintausend börsennotierte Fonds (ETFs Exchange Traded Fonds), die meist eng an Indizes angelegt sind und die typischerweise relativ kostengünstig sind. Aus diesen Fonds bzw. ETFs bzw. Aktien können sehr viele und sehr unterschiedliche Portfolios gebildet werden. Individuelle Anlegerinteressen können sich zudem stark unterscheiden, je nachdem in welcher Lebensphase man sich befindet bzw. über welche Einkommen und Vermögen man verfügt. Standardisierte Online-Beratung stößt so schnell an ihre Grenzen. Wir suchen deshalb die Zusammenarbeit mit Beratern. Diesen Beratern sollen möglichst gute Portfoliolösungen für ihre Kunden angeboten werden.

Einfach: Wo immer es vertretbar ist, ziehen wir einfache den komplexen Lösungen vor.

Environment: Unsere Aktienportfolios haben besonders strenge Anforderungen an Umweltratings.

Erfahren: Wir sind ein relatives junges Unternehmen, aber Dirk Söhnholz ist seit 1999 in der institutionellen Anlageberatung tätig und hat dabei sehr viel Erfahrung auch mit Privatkunden und Fonds fast aller Anlageklassen gesammelt. Als Geschäftsführer einer BaFin-regulierten Kapitalverwaltungsgesellschaft war Dirk Söhnholz zeitweise für fast alle Funktionen der Gesellschaft verantwortlich.

Governance: Unsere Aktienportfolios haben besonders strenge Anforderungen an die Ratings für Unternehmensführung.

Großanlegergerecht: Alle unsere Portfolios werden so aufgesetzt, dass sie grundsätzlich auch institutionellen Ansprüchen genügen sollten.

Honorarbasiert: Wir werden nur vom Anleger bezahlt, allerdings nicht über Stundenlöhne, sondern über Servicegebühren, d.h. Promille-Anteile an den nach unseren Vorschlägen bzw. Regeln investierten Kapitalanlagen. Berater, die unsere Lösungen empfehlen, müssen sich von ihren Kunden bezahlen lassen, da wir keinerlei Provisionen an sie zahlen.

Kleinanlegergerecht: Durch den Verzicht auf Einrichtungs- bzw. Mindestgebühren und das Angebot von Portfolios mit nur wenigen ETFs bzw. Aktien werden Einstiegshürden für Anleger möglichst niedrig gehalten.

Kooperativ: Wir sind ein relativ junges Unternehmen, das nicht alles selbst machen kann oder will. Wir kooperieren deshalb mit anderen Unternehmen, um gemeinsam gute Lösungen für Kunden anzubieten.

Kostengünstig: Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass niedrige Kosten ein sehr wichtiger Faktor sind für die Erzielung attraktiver Renditen. Wir nutzen entweder Wertpapiere direkt oder möglichst kostengünstige Fonds, das heißt überwiegend ETFs, aber grundsätzlich auch sogenannte institutionelle Anteilklassen von Fonds, die keine Vertriebsprovisionen enthalten. Auch die Implementierungs- bzw. Handelskosten sollen günstig sein. Außerdem versuchen wir, mit niedrigen Gebühren auszukommen und verzichten auf Ausgabeaufschläge oder andere Formen von Mindestgebühren und auch erfolgsabhängige Gebühren.

Kritisch: Wir stehen zahlreichen Annahmen der klassischen Ökonomie und von Optimierungsmodellen kritisch gegenüber, wie der Annahme von rationalen Investoren, effizienten Märkten, Normalverteilungsannahmen, aber auch einem sogenannten „das haben wir schon immer so gemacht“ –Verhalten. Dagegen denken wir, dass es Herdenverhalten (s. Behavioral Finance) und andere psychologische Effekte gibt, aber auch Rückkehr zu „Normalitäten“ (Reversion to the Mean). Wir sind selbstkritisch und begrüßen Kritik an unseren Portfolios, damit wir sie weiter verbessern können.

Langfristorientiert: Wir bieten nur Lösungen für eher langfristig orientierte Kapitalanleger an, nicht für kurzfristig orientierte Händler bzw. Trader.

Mutig: Viele Anleger selektieren Fonds basierend auf einer guten Rendite in der Vergangenheit. Untersuchungen zeigen aber, dass die vergangene Rendite kein guter Indikator für künftige Renditen ist. Wir nehmen deshalb bewusst auch neue ETFs ins Angebot auf, die klein sind und nicht notwendigerweise einen langen Track Record bzw. eine hohe Liquidität aufweisen, zumal unser Fokus auf langfristiger Anlage und nicht auf kurzfristigem Trading liegt.

Online: Wir bieten viele Informationen und einige unserer Services auch online an. Im Vordergrund steht dabei die Unterstützung von Beratern.

Portfoliodifferenzierung: Andere deutsche Online Plattformen bieten meist nur wenige, sehr einfache ETF Portfolios, pseudo-optimierte Portfolios oder intransparente Handelsstrategien an. Wir bieten dagegen robuste, vollkommen transparente und regelbasierte Portfolios an.

Prognosefrei: (Finanz-)Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen (Urheber unbekannt). Selbst für einfache Kapitalanlagemodelle sind oft zahlreiche Prognosen für Renditen, Risiken und Abhängigkeiten erforderlich. Außerdem reagieren solche Modelle oft sehr sensibel auf kleine Eingabeänderungen. Wir arbeiten prognosefrei.

Regelbasiert: Alle unsere Portfolios basieren auf transparenten und möglichst einfachen Regeln.

Reguliert: Für regulierungspflichtige Aufgaben, bzw. sofern von Bank- oder Versicherungspartnern gewünscht, werden wir unsere Leistungen unter einem regulierten sogenannten Haftungsdach anbieten.

Small bzw. No-Data Ansatz: Kundendaten sind sehr sensibel. Das gilt besonders für Finanzdaten. Kundendaten sind außerdem das sogenannte Kapital von Kundenberatern, mit denen wir zusammenarbeiten möchte. Wir versuchen deshalb, mit möglichst wenig kundenindividuellen Daten auszukommen.

Sozial: Unsere Aktienportfolios haben besonders strenge Anforderungen an Sozialratings.

Stakeholder-orientiert: Für uns steht das Interesse der Endkunden und der kooperierenden Berater im Vordergrund. Wir sind nicht in erster Linie an einer möglichst starken Steigerung des Unternehmenswertes interessiert (Shareholder-Fokus). Es ist z.B. nicht geplant, aktiv externes und oft kurzfristig orientiertes Eigenkapital (Venture Capital) einzuwerben.

Transparenz nach Vorne: Passives Investieren gibt es nicht, denn es sind immer Annahmen nötig, z.B., dass man mit Aktien dauerhaft Geld verdienen kann. Wir machen unsere Annahmen, Regeln, Portfolios, Gebühren etc. transparent. Das bezeichnen wir als die aus unserer Sicht besonders wichtige zukunftsorientierte Transparenz, bzw. Transparenz nach vorne, nicht nach hinten.

Unabhängig: Wir sind vollkommen unabhängig von Banken, Versicherungen, Asset Managern, ETF-Anbietern etc.

Verantwortungsvoll: Nach zahlreichen Untersuchungen ist verantwortungsvolles Investieren (sogenanntes „Responsible Investing“ oder RI), - also Kapitalanlagen mit Fokus auf Umwelt, soziale und sonstige Wohlverhaltensaspekte -, genauso rentabel bzw. genauso risikoreich wie traditionelle Kapitalanlagen. Wir fokussieren auf verantwortungsvolle Kapitalanlagen. Auch als Unternehmen sind wir bemüht, möglichst verantwortungsvoll zu agieren.

Wissenschaftlich: Wir versuchen, neueste wissenschaftliche Erkenntnisse zu berücksichtigen. Prof. Söhnholz hat selbst einige relevante Veröffentlichungen gemacht, z.B. „Asset Allocation, Manager-Selektion und Risiko-Overlay – Das Diversifikationsbuch“ oder Beiträge zu systematisch-prognosefreien bzw. verantwortungsvollen Investieren (siehe www.prof-soehnholz.com).

10. Literaturverzeichnis

AON Hewitt (2014): Das Weltmarktportfolio: Konsequenzen für institutionelle Investoren, September

Auer, B.R. (2015a): Online Service-Portal der Auer Lehrbuchreihe; www.wima-auer-seitz.de

Auer, B.R. (2015b): Do socially responsible investment policies add or destroy European stock portfolio value?, in Journal of Business Ethics

Auer, B.R.; Schuhmacher, F. (2015): Extremwerttheorie und Value-at-Risk, WiSt, 5/2015, 259-267

Auer, B.R.; Schuhmacher, F. (2016): Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data, The Quarterly Review of Economics and Finance Nr. 59, S. 51-62

Bhattacharya, U.; Hackethal, A.; Kaesler, S.; Loos, B.; Meyer, S. (2012): Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study, Review of Financial Studies, 2012, 975-1032

Boudoukh, J; Katz, M.; Richardson, M.; Thapar, A. (2015): Risk Without Reward: The Case for Strategic FX Hedging, September 18, 2015, AQR Publication

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin 2015): Anlageberatung –Was Sie als Kunde beachten sollten, März

BVI (2014): Offene Investmentfonds: Flexibel und vor Insolvenz geschützt

Coval, J.D; Moskowitz, T. (1999): Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, The Journal of Finance, December, 2045 - 2073

- Credit Suisse Research Institute (2014): Emerging capital markets: The road to 2030, July
- Dahm, L.K.; Sorhage, C. (2015): Milk or Wine, Mutual funds (dis)economies of life, Centre for Financial Research Working Paper, 05
- DeMiguel, V; Garlappi, L; Uppal, R. (2009): Optimal versus Naive Diversification: How Inefficient Is the 1/N Portfolio Strategy?, in *The Review of Financial Studies*, vol. 22 nr. 5
- Doeswijk, R.Q.; Lam, T.R.; Swinkels, L. (2014): The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012, Jan.
- Errunza, V.; Hogan, K; Hung, M-W (1999): Can the Gains from International Diversification Be Achieved without Trading Abroad?, *Journal of Finance* 54.6, 2075-2107
- Eurosif (2016): European SRI Study
- Faber, M. (2015): Global Asset Allocation: A survey of the worlds' top investment strategies
- Fama, E.F.; French, K.R. (2013): A Five Factor Asset Pricing Model, November
- Feingold, B. (2013): Managerporträt Dirk Söhnholz: Kein Interesse an Großkonzernen, in: *FAZ*, 22.10.
- Friede, G.; Busch, T.; Bassen, A. (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, *Absolut impact* Nr. 1, S. 26-31
- Gabriel, J. (2016): Rethinking Commodities: Why the portfolio diversification benefits of commodity futures are disappearing, in *Morningstar*, Dec./Jan., S. 57-59
- Gadzinski, G.; Schuller, M.; Vacchino, A. (2016): The Global Capital Stock. A proxy for the global unobservable global market portfolio, *Panthera Working Paper*, October
- Gadzinski, G.; Schuller, M; Vacchino, A. (2018): The Global Capital Stock: Finding a Proxy for the Unobservable Global Market Portfolio, *The Journal of Portfolio Management* summer 2018, S. 12-23
- Granger, N.; Greening, D.; Harvey, C. H.; Rattray, S.; Zou, D. (2014): Rebalancing Risk, *Working Paper*, October 3
- Gregory, G.; Schuller, M.; Vacchino, A. (2021): The Global Market Portfolio, *The Journal of Portfolio Management* August 2021
- Geczy, C.C.; Samonov, M. (2015): 215 Years of Global Multi-Asset Momentum: 1880-2014 (Equities, Sectors, Currencies, Bonds, Commodities, Stocks), 18.5.
- Hale, J. (2016): The appeal of sustainable investing, in *Morningstar*, Dec./Jan., S. 37-41

- Heuser, H. (2015): Eine Runde geht noch, Fonds Professionell Nr. 4/2015, S. 224-226
- Hoesli, M.; Oikarinen, E. (2012): Are REITs real estate? Evidence from international sector level data, Swiss Finance Institute
- Hsu, J.; Kalesnik, V. (2014): Finding Smart Beta in the Factor Zoo, Research Affiliates, July
- Hurst, B.; Ooi, Y.H.; Pedersen, L.H. (2012): A century of Evidence on trend following investments, AQR Fall
- Index Industry Association (2021): Fifth Annual Benchmark Survey Shows Record Growth in Number of ESG Indices, Alongside Broadening of Fixed Income Indices, October 25
- IOSCO (2014): Corporate Bond Markets: A Global Perspective, Volume 1", April
- Jakob, R. G. (2012): Infrastructure Benchmarks and Tests of Mean Variance Spanning, Diss., Univ. Basel 2012, S. 11-13
- Jacobs, H.; Müller, S.; Weber, M. (2009): How should private investors diversify? An empirical evaluation of alternative asset allocation policies to construct a "world market portfolio", Sept. 4
- Kaufmann, Chr.; Weber, M.; Haisley, E. (2013). The role of experience sampling and graphical displays on one's investment risk appetite, in Management Science No 2, S. 323-340
- Kroenke, T. A.; Schindler, F.; Steininger, B. I. (2013): How much real estate is in listed real estate? Working Paper, 10.10
- Lempérière, I.; Deremble, C.; Seager, P.; Potters, M., Bouchaud, J.P. (2014): 2 centuries of Trend Following, 15.4.
- Malkiel, B. G.; Ellis, Ch. D. (2013): The Elements of Investing, Easy lessons for every investor
- Norges Bank Investment Management (2013): Infrastructure Investments, Discussion Note No. 2.
- Pedersen, L. H. (2016): „Sharpening the Arithmetic of Active Management“, Arbeitspapier
- Pettenuzzo, D.; Sabbatucci, R.; Timmermann, A. (2020): Dividend Suspensions and Cash Flow Risk during the COVID-19 Pandemic, Arbeitspapier vom 16. Juni
- Pool, V. K.; Stoffman, N.; Yonker, S.E. (2012): No Place Like Home: Familiarity in Mutual Fund Manager Portfolio Choice, Review of Financial Studies, Vol. 25, 2563-2599
- Reinhart, C.; Rogoff, K.N. (2009): This time is different: Eight centuries of financial follies, 2009
- Rekenthaler, J. (2016): The argument about time diversification: Should time horizon affect asset allocation, in Morningstar, Dec./Jan., S. 13-15

- Schuhmacher, F.; Eling, M. (2010): Sufficient Conditions for Expected Utility to Imply Drawdown-Based Performance Rankings, or Are Drawdown-Based Performance Measures as Good as the Sharpe Ratio?, Arbeitspapier, 22.2.2010
- Schuster, C. (2016): QAP Rückblick 1. Quartal 2016, QAP Analytic Solutions GmbH, 19.4.2016
- Söhnholz, D. (2020): „Divestments bewirken mehr als Stimmrechtsausübungen oder Engagement“ in „Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken“ von CRIC (Corporate Responsibility Interface Center), Springer Gabler November 2020
- Söhnholz, D. (2014b): Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6, 58-63
- Söhnholz, D. (2014a): Vermögensverwaltung aus einer Hand –wie viel „aktiv“ steckt dahinter? In Veritas Investment Newsletter Fonds aktuell Nr. 1, 1-2
- Söhnholz, D. (2013): Systematisierung und Diversifikation von Investmentphilosophien, in Absolut Report Nr. 6, 64-69
- Söhnholz, D. (2012b): Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6.
- Söhnholz, D. (2012a): Systematische und prognosefreie Diversifikation, in Absolut Report Nr. 2, 36-42
- Söhnholz, D.; Burkert, M. (2008): Naive strategische Asset Allocation, in: Absolut Report Nr. 43, S. 14-21
- Söhnholz, D./Frank, R. (2018): Verantwortungsvolle Geldanlagen: Vorschlag einer praxistauglichen Klassifizierung, Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Assetmanagement, Sept. 2018
- Söhnholz, D.; Rieken, S.; Kaiser, D. (2010): Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselektion: Das Diversifikationsbuch, Gabler-Verlag
- Solnik, B. (1997): Integrating Global Asset Allocation and Currency Management, CFA Institute
- Tobin, J. (1958): Liquidity preference as behavior towards risk, Review of Economic Studies, Vol. 41, S. 32-43
- Towers Watson (2013): Understanding Smart Beta, August
- United Nations Environment Program Finance Initiative (UNEP, 2015): Fiduciary Duty in the 21st century, September

United Nations Human Development Program (UNDP 2015): Bericht über die menschliche Entwicklung

Vacchino, A.; Schuller, M. (2015): Der globale Kapitalstock 2005-2014 - eine natürliche Benchmark für Multi-Asset-Portfolios, ipe institutional investment, 21.Sept.

Vanguard Research (2010): Best practices for portfolio rebalancing, July

Vanguard Research (2015): Best practices for portfolio rebalancing, November

Weber, M. et al. (2015): Genial einfach investieren: Mehr müssen Sie nicht wissen - das aber unbedingt (eBook)

Weigel, E. J. (2016): „That free rebalancing dessert can be costly“, Arbeitspapier, Oktober

Wendt, K. (2017): Positive Impact Investments, Arbeitspapier, 11. Dezember

Whelan, T.; Atz, U.; Van Holt, T.; Clark, C. (2021): ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020 von vom NYU Stern Center for Sustainable Business und Rockefeller Asset Management, Februar

Wynter, M. (2012): Why Did the Equity Home Bias Fall During the Financial Panic of 2008?, November

11. Disclaimer

Wir bieten keine Anlageberatung für Privatkunden an. Keine der hier genannten Überlegungen sind als Anlageberatung zu verstehen. In diesem Dokument sind Links bzw. Verweise auf fremde Internetseiten zu finden. Für die Aktualität bzw. Inhalte solcher Seiten wird keinerlei Verantwortung übernommen. Zur besseren Lesbarkeit des Textes wurden nur männliche Bezeichnungen statt neutraler oder weiblicher verwendet.

Das Sondervermögen FutureVest Equity Sustainable Development Goals R wird von der Soehholz Asset Management GmbH für Rechnung und unter der Haftung der DWPT Deutsche Wertpapierreuehand GmbH als vertraglich gebundener Vermittler gem. § 3 Abs. 2 WpIG beraten.

Diese Unterlage ist von Prof. Dr. Dirk Söhnholz für die Soehholz ESG GmbH erstellt worden. Die Soehholz ESG GmbH übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und/oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Inhalte. Die Informationen unterliegen deutschem Recht und richten sich ausschließlich an nicht-private Investoren, die ihren Wohnsitz in Deutschland haben. Diese Unterlage soll Partner, Mandanten und Interessenten lediglich über die Inhalte informieren und ersetzt nicht eine anleger- und anlagegerechte Beratung. Insbesondere sind alle

Inhalte zu Finanzinstrumenten nicht als individuelle Anlageempfehlung von Finanzinstrumenten zu verstehen. Eine Anlageentscheidung darf nicht allein auf diese Unterlage gestützt werden. Grundlage für den Kauf von Wertpapieren sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Diese Unterlage enthält ggf. Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Die Soehholz ESG GmbH übernimmt keine Gewähr oder Garantie für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit dieser Informationen. Die dargestellten Inhalte, insbesondere die Darstellung von Strategien sowie deren Chancen und Risiken, können sich im Zeitverlauf ändern. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Erstellers zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit ändern. Die Unterlage ist ausschließlich zur Information und zum persönlichen Gebrauch bestimmt. Jegliche nicht autorisierte Vervielfältigung und Weiterverbreitung ist untersagt.

© Prof. Dr. Dirk Soehholz, Soehholz ESG GmbH 2022, Sandlinger Str. 23, D-29358 Eicklingen