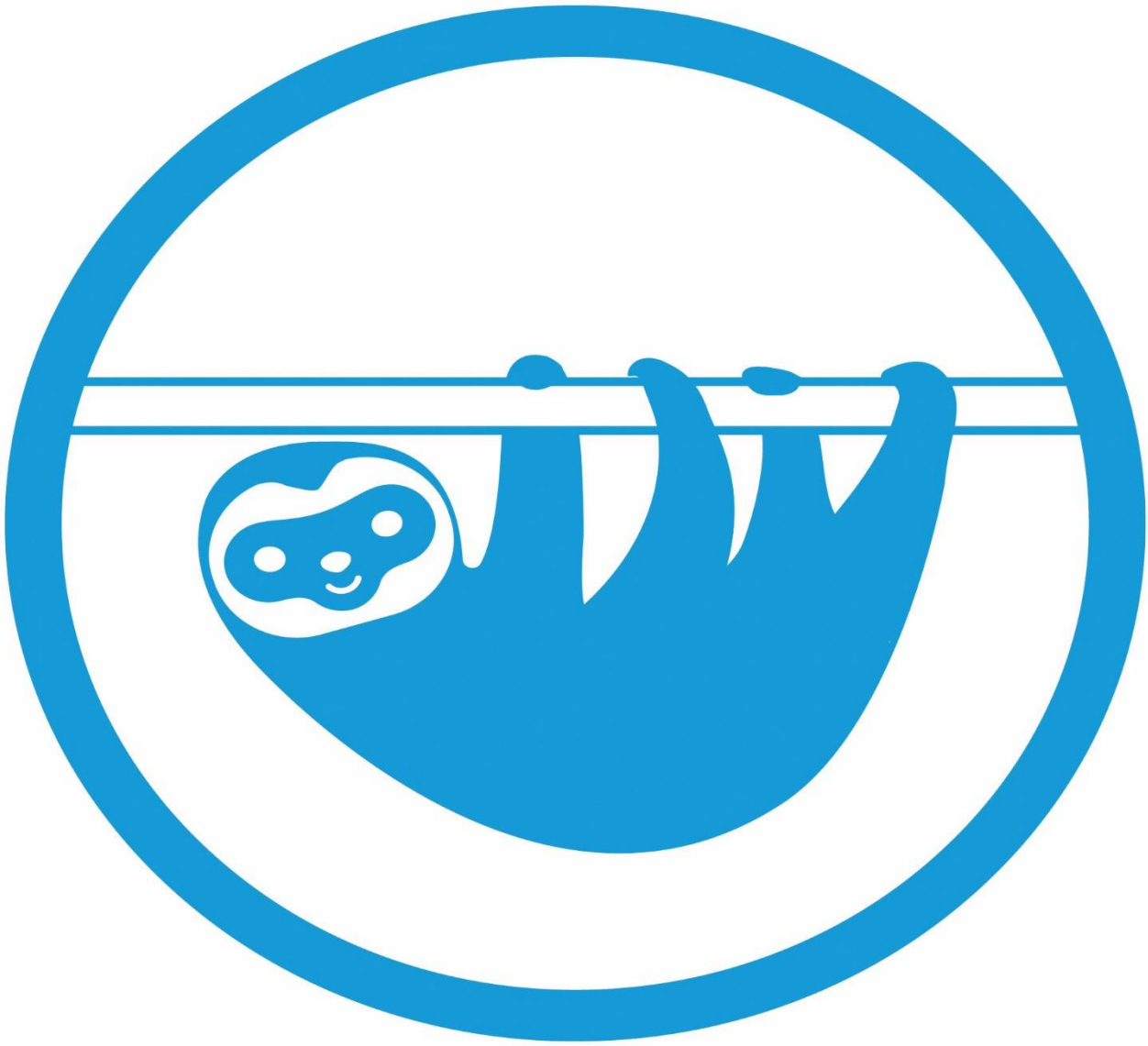
Passive, verantwortungsvolle und online Kapitalanlagen

von Prof. Dr. Dirk Söhnholz vom 25. März 2021



INHALT

Inhalt 1
Einleitung 7
3 Jahre Diversifikator: Gute Rendite, aber „80% anders“ ist schwer zu verkaufen (1-2019) 9
13 zeb-Fragen an Diversifikator (5-2020) 16
Interessante Themen, die es noch nicht auf Fachkonferenzen geschafft haben (10-2016) 19
Finanzwissen kann schaden (8-2020) 21
ESG Video: 16 falsche ESG Thesen und konsequent verantwortungsvolle Investmentlösungen (8-2020) 26
ESG Video 2: Regulierungsprävention für Vermögensverwalter 26
(10-2020) 26
Investmentphilosophie 26
Es gibt keine völlig passive Kapitalanlage (8-2014) 27
Definition und Kategorisierung von Evidenz-Basierter Kapitalanlage (12-2016) 28
Konzeptionell-regelbasierte Small-Data Portfolios versus Big-Data Evidence-Based Investing (EBI) (12-2016) 29
Evidence based investment analysis (EBIA): A new term every financial analyst and investor should know (6-2018) 31
Evidence Based Investment Analysis - New (first?) online trainings available (9-2018) 34
Finanzanalysten und Produktanbieter könnten Probleme mit Evidence Based Investment Analysis (EBIA) haben (7-2018) 35
Professionelles Multi-Asset Management ist kein Erfolgsgarant (8-2016) 39
Dürfen Profis prognosefrei anlegen? (9-2014) 40
Investmentphilosophie: Prognosefans sollten prognosefreie Portfolios nutzen (6-2018) 41
Regeltransparenz ist wichtiger als Positionstransparenz (8-2014) 45
Logische und verantwortungsvolle statt „pseudo-optimierte“ Geldanlagen (4-2017) 46
PRISC – Policy for Responsible Investment Scoring: Die Taxonomiealternative von der DVFA (4-2020) 49
Kann institutionelles Investment Consulting digitalisiert werden? Beispiele. (3-2019) 55
Asset Allokation 61
Eine weitere „Generation“ von Asset Allokation bzw. Management (8-2014) 61
Das „most passive“ kapitalgewichtete All-Asset Portfolio (7-2016) 62
Multi-Asset Benchmarks: Gibt‘s nicht, will keiner. Oder doch? (7-2018) 63
Verantwortungsvolle als einzige offizielle Geldanlage-Benchmarks: So kann die Welt ganz einfach verbessert werden (3-2019) 67
Das Weltmarktportfolio ist ein Renditeportfolio (9-2016) 71
Goal-Based Investing führt zu niedrigen Aktienquoten (7-2016) 72
Komplexe Strategien sind gut für Anbieter aber schlecht für Anleger (8-2016) 74
Passive Asset Allokationen sind besser als aktive (1-2020) 76

Hohe Anforderungen an gute Asset-Allokationen von (Robo-) Portfolios (12-2016) ... 78
Robo-Advisors: Weniger Modernität und Transparenz als gedacht (12-2018) ... 83
Robo-Advisors sind nicht unbedingt besser als traditionelle Portfoliomanager (10-2016) ... 85
Einfaches Risikomanagement kann erstaunlich gut funktionieren (9-2016) ... 87
Risikomanagement: Aktiv ist schlechter als passiv (Robo-Advice)(12-2018) ... 89
Immobilienaktien und REITs werden zu Unrecht vernachlässigt (8-2014) ... 93
Immobilien auch Long/Short, mit Overlays und nach ESG-Kriterien (12-2017) ... 94
Infrastruktur-Aktien sind ein guter Zugang zu einer attraktiven Anlageklasse (8-2014) ... 96
Auch Privatkunden sollten in Infrastruktur investieren (2-2015) ... 97
Infrastruktur-Trusts als neues Anlagevehikel (3-2015) ... 98
Eine Multi-Faktorallokation ist nicht besser als eine Allokation nach Anlageklassen (2-2015) ... 100
Manager- und Fondsselektion ... 102
5 Einstiegsfragen bei der Fondsselektion (10-2014) ... 102
Fondsmanager bzw. Robo-Advisors sollten aus wissenschaftlichem Research lernen (11-2016) ... 103
Fondskosten sind wichtig aber nicht transparent (8-2015) ... 106
Theoretische versus praktische Unterschiede von ETF-Portfolios (8-2014) ... 106
Ranking-Momentum und Risikoranglisten sind wichtiger als Performanceranglisten (11-2014) ... 107
Institutionelle Sparpläne ermöglichen Investments in neue Fonds (4-2015) ... 108
Wie kommt das Neue in die Fonds-Welt? (12-2014) ... 109
Geldanlageinnovationen sind einfacher, als gedacht (7-2018) ... 110
Wie sollte man 3.000 Euro langfristig anlegen? (8-2018) ... 114
SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance (12-2020) ... 115
Wertpapierselektion und mit Fokus auf ESG und Impact ... 121
Smart Beta bedroht vor allem Single-Assetklassen Portfoliomanager (10-2014) ... 121
Gute Faktorinvestments sind schwierig (6-2015) ... 123
Sind Faktor- bzw. Smart-Beta ETFs Gut für Anbieter aber schlecht für Anleger? (7-2016) ... 125
Taxonomie verantwortungsvoller Geldanlagen: Praxisorientierter Vorschlag (9-2018) ... 126
Nachhaltigkeitstaxonomie der EU: Positive Aspekte aber insgesamt enttäuschend (6-2019) ... 131
ESG Regulierungsanregung: Globaler agieren, Wissen besser nutzen und weniger Bürokratie (7-2020) ... 135
ESG Boni abschaffen und mehr radikale Vorschläge (3-2021) ... 139
ESG-Kritik: Über 20 Falschaussagen (2-2020) ... 144
ESG first or „Responsible investments: No excuses left“ (3-2020) ... 146
Divestmentkritik: Populäre aber falsche Kritik an verantwortungsvollen Geldanlagen (9-2019) ... 150
EU Klimaindizes und ESG Indexverordnung: Offizielles Greenwashing? (6-2019) ... 151
Sichere Geldanlage mit nachhaltigen Aktien? (3-2021) ... 155
Verantwortungsvolle Investments im Vergleich: SRI ETFs sind besser als ESG ETFs (12-2018) ... 157
ESG-Ratings: Kritik an Flossbach Kritik (10-2018) ... 161
Weder Greenwashing noch Greenbashing: Kritik an Flossbach Kritik (2-2019) ... 163
Haben Fondsanbieter Angst vor ESG-Reportingtransparenz (6-2019)? ... 168

Ein quantitativer Responsible Investment Ansatz (9-2014) 170
Governance ist der wichtigste ESG Rendite- bzw. Risikofaktor (8-2014) 171
Es gibt noch viel zu tun in Bezug auf verantwortungsvolle Anlagen (9-2014) 171
PureESG ist besser als als SmartESG (8-2018) 172
Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios brauchen keine Outperformance. ESG ETF-Portfolio mit sehr guter Performance. (1-2017) 175
Neues passives Deutsche Aktien ESG Portfolio: Fokus auf gute Unternehmensführung (2-2017) 177
Ein konsequentes ESG-Portfolio aus weltweiten Kern-Infrastrukturaktien kann sehr attraktiv sein (2-2017) 180
Erstes konsequent verantwortungsvolles ESG-Portfolio aus Immobilienaktien (2-2017) 183
Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank"(8-2019) 186
Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität (7-2020) 191
Absolute and Relative Impact Investing and additionality (7-2020) 196
PureESG" und "Reverse-ESG-Integration": Beweisumkehr nötig! (7-2018) 201
Sehr gute "pure" ESG Performance und Diversifikators Regeländerungen für 2018 (1-2018) 205
Regeländerungen für 2019: Die Portfolios mit den wohl strengsten ESG Anforderungen (1-2019) 207
Tolle 2019er ESG Performance (1-2020) 212
Passive Allokationsportfolios und ESG: Relativ gut in Q1-2020 (4-2020) 216
ESG Halbjahr: Relativ gute Performance passiver Allokations- und strenger ESG Portfolios (7-2020) 220
ESG-Portfolios 1-9/20: Deutsche Aktien performen besonders gut (10-2020) 223
12 Impact- und ESG Portfolios online (12-2020) 225
Impact ETF Portfolio +18% in 2020 (1-2021) 229
Conscious Fintech? 5 Jahre Diversifikator (1-2021) 232
ESG SDG: Sehr konsequente Aktienportfolios (2-2021) 238
Verantwortungsvolle Geldanlage kann einfach, günstig und gut sein (11-2017) 244
Bedroht die EU (ESG) Regulierung aktives Assetmanagement? (2-2018) 248
Warum Privatkunden nicht aktiv nach ESG-Portfolios fragen (6-2017) 254
ESG-Paradox: Einfach zu verkaufen und trotzdem nicht angeboten (10-2018) 256
Passivkritik: Passiv und ESG sind "gut"! (11-2018) 259
CSR und ESG: Verantwortungsvolle Geldanlageangebote für Mitarbeiter und Kunden (12-2018) 266
ESG als Chance oder Bedrohung für aktive Fondsanbieter? (3-2019) 269
ESG-Investments: Warum weder aktive Fonds noch ETFs ideal sind (6-2019) 271
ESG-Kritiker: Große aktive Fondsanbieter in der Defensive (3-2020) 274
Direct ESG Indexing: Die beste ESG Investmentmöglichkeit auch für Privatkunden? (4-2019) 278
Dividendenportfolios sind immer (noch) sinnvoll (5-2017) 279
Morningstar-Experte empfiehlt Gebührensenkungen, konzentriertes Smart-Beta und Solution-Fonds (11-2016) 281
Musterportfolios von Profis können sehr attraktiv sein (9-2014) 282
Mit Modellportfolios kann man sehr viel Geld verdienen (3-2018) 283
Modellportfolios in Großbritannien: Ein sehr großer, wachsender und profitabler Markt (3-2018) 286
Musterportfolios haben Vorteile gegenüber Fonds (3-2018) 288

Modellportfolio-Robos sind besser als „normale“ Robo-Advisors (12-2018) 295
Robo-Advisors sind eine Konkurrenz für Fondsanbieter und Individuelle Vermögensverwalter (11-2016)... 298
Persönliche und Robo-Beratung 300
Robo-Advisor Definition und Klassifikation (5-2015) 300
Bieten Robo-Advisors eine bessere Beratung an als traditionelle Anbieter? (10-2016) 302
Schwankungen sind tolerierbar, Intransparenz nicht (8-2017) 306
Deutscher Robo-Vergleich: Investmentphilosophien und viele weitere Unterschiede (7-2016)..... 309
Deutsche Robo-Advisors adressieren die falschen Zielkunden (9-2016)..... 312
Vermögensverwalter: Hohe ETF-Nutzung und viel Interesse an Robo-Beratung (4-2017) 313
Wie Robo-Advisors und Banken kooperieren können (Hybrid-Modelle)(April-2016)..... 315
Der erste deutsche B-B Robo-Advisor (3-2016) 322
Börseneinsteigertipp: Auch Anfänger können nachhaltig anlegen (9-2019)..... 323
Ein "Robo Advisor" mit ESG-Fokus und ohne (US) Vorbild (6-2018) 327
Robo Advisors: Lieber mehr Transparenz als mehr Regulierung (5-2018) 330
Harsche Banken- aber auch Robo-Advisor-Kritik der EU (4-2018) 334
Fünf Anti-Robo Strategien für traditionelle Anbieter(10-2016)..... 335
Hybridmodelle: Worauf traditionelle Finanzdienstleister bei Robo-Advisors achten sollten (5-2017)..... 339
Robo-Angebote durch Banken haben viel Potenzial (11-2016) 341
Robo-Advisors sind für Direktbanken nur bedingt attraktiv (5-2016) 343
Vermögensverwalter können mit „Robo-Support“ stark wachsen (8-2016)..... 344
Robo-Advisors sind auch für deutsche Asset-Manager interessant (5-2016)..... 346
Versicherungen sollten mit Robo-Advisors kooperieren (4-2016)..... 348
Robo-Advisors zur Fondsvermittler- und Berater-Unterstützung (5-2016)..... 350
Robo-Support für Berater vermögender Anleger (8-2016) 351
Auch Tippgeber können von Robo-Advisors profitieren (5-2016) 353
Robo-Advisor Unterstützung für die betriebliche Altersvorsorge (bAV) (4-2016) 354
Auch Firmenkunden können Robo-Advisors nutzen (5-2016)..... 355
Robo-Advisors sind auch für Stiftungen interessant (4-2016) 356
Robo-Advisors sind auch für Family Offices attraktiv (4-2016)..... 358
Anlageberater, Robo Advisors oder Modellportfolios: Wer wird gewinnen? (5-2018)..... 360
Aktiv-traditionell-offline ändert sich in passiv-ESG-online Kapitalanlagen (4-2018)..... 365
Deutsche Robo Advisors werden sich stark verändern (8-2018) 369
Von US Robo-Advisors können wir viel lernen (9-2018)..... 372
Robo-Boom statt Robo-Sterben (10-2018)..... 375
Statt Kannibalisierung: ESG-Robo oder Alternatives-Robo? (2-2019)..... 379
Robo-ESG: Verantwortungsvolle Online-Investments im Vergleich (8-2019/7-2020) 381
Personalisierung: Können nur Nackte reich werden? Oder: Fremd- versus Selbstpersonalisierung (9-2018) 386
Startupradio-Beitrag: Wealth-Tech ist mehr als Robo-Advice (7-2017) 389
Auszeichnung für Diversifikator als eines der 100 innovativsten Wealthtech Unternehmen weltweit (4-2019) 389

Diversifikator wieder unter den innovativsten Wealthtech100 der Welt (4-2020) 393
Wealthtech für Multimillionäre (2-2018) 394
Fintechs für institutionelle Anleger (3-2018) 397
Über 70 interessante Fintechs für institutionelle Anleger (7-2020) 398
Tolle kostenlose Daten und Tools für Anleger und Berater (10-2017) 399
Robo-Tools: Was beim Kauf zu beachten ist (3-2018) 401
Liste mit über 50 Fintechs für institutionelle Kapitalanleger (4-2018) 405
Sind Machine Learning und Big Data schlecht für Kapitalanleger? (1-2018) 406
Datenschutz und Regulierung von Robo-Advisors (11-2015) 409
Datenschutz: Kann man alle Daten zurückholen? (12-2016) 411
Eine Servicepauschale ist attraktiver als ein Honorar-Stundensatz (10-2015) 413
MIFID II: Tuning für etablierte Banken? 20 Thesen (8-2017) 416
Institutionelles Herding ist ein viel größeres Problem als Algo-Herding oder Robo-Herding (7-2017) 418
Kann man den Markt schlagen? oder „Nur passiv kann man outperformen“ (8-2018) 421
Passivrisiken: Sind Regulatoren schuld? (11-2018) 425
Altersvorsorge 427
Die private Altersvorsorge muss besser werden (10-2014) 427
Test-it-yourself: Renten-Tools bzw. mehr Aktien für Alte (12-2016) 429
Wir brauchen eine "Zukunftspartei", die sich wirklich für die Zukunftssicherung einsetzt (1-2015) 432
Die private Altersvorsorge muss besser gefördert werden (8-2014) 433
Schuldenabbau: Wir brauchen ein Enkelministerium (9-2017) 434
Researchüberblick 437
Verantwortungsvolle Geldanlage: Interessante Veröffentlichungen (7-2018) 437
ESG-Research und Regulierung: Aktuelle Publikationen (12-2018) 439
Research: 27 neue interessante Beiträge zu verantwortungsvollen Investments, ETFs etc. (2-2019) 443
Interessante (ESG) Publikationen der letzten Wochen (4-2019) 445
ESG-News, Robo-Infos und mehr (5-2019) 448
ESG überall: Aktuelle ESG-News, ESG-Research, Robo-News und mehr (6-2019) 452
Immer mehr ESG: Mehr Research, Indizes, ETFs, Regulierung etc. (6-2019) 456
Sind nachhaltige Geldanlagen wichtiger als nachhaltiges Verhalten? (7-2019) 462
ESG paradox: Viel Interesse, aber wenige Angebote für Privatkunden (7-2019) 468
Online-ESG und Offline-ESG: News und aktuelles Research (8-2019) 471
„Must win“ ESG: Research und News zu verantwortungsvollen Investments und mehr (9-2019) 475
ESG Ratings, Direct Indexing etc.: Research und News (9-2019) 480
Must-have ESG: Neues zu schlechten Agrarsubventionen und Erdgas, guten Robo-Advisors und Direct Indexing (10-2019) 484
ESG-Now: Neues Research zu Umweltthemen, (passiven) ESG-Investments, Robo-Advisors etc. (10-2019) 489
E, S und G, liquide Impactinvestments, Direct Indexing etc.: Neues Research (11-2019) 495
Active ESG: ESG bringt kaum Schub für aktives Management (11-2019) 500
(Robo-)Greenwashing und mehr: News und Research zu ESG, CSR, Robo-Advisors etc. (11-2019) 506

Neues ESG Research und News zu Robo-Advisors und Wealthtech (12-2019) 510
ESG International: Neues zu China, Islamic Finance, Impact etc. (1-2020)..... 515
ESG in aller Munde, aber ETF-Anbieter könnten viel nachhaltiger sein (1-2020) 522
ESG und passiv: Mächtige Indexanbieter und neues Research (2-2020)..... 528
ESG Indexzukunft: Sehr positiv (3-2020) 534
ESG Enttäuschung: Kritik an Asset Managern und Taxonomie (3-2020) 538
Anti-nachhaltig: ESG Boni und mehr (3–2020) 544
ESG Treiber, Regulierungskritik und vieles mehr (4-2020) 551
Passiv ist gut für ESG: Viel neues Research zu ESG, Wealthtech und mehr (5-2015)..... 557
ESG Researchnews und neue Wealthtech-Entwicklungen wie Direct Indexing (5-2020)..... 566
ESG Analysevielfalt: Viel valide Kritik (6-2020) 573
ESGtech, liquide Impactinvestments und mehr (6-2020)..... 579
Impact Rating, gute und schlechte Fondsanbieter und mehr (7-2020)..... 585
Impactkritik: Viel neues Research zu Impact und ESG Investments (7-2020)..... 591
Klimatools im Test und neues ESG- und Impactresearch (8-2020) 600
ESG Defizite: Reporting, Ratings und Investments können besser werden (8-2020)..... 607
ESG Auswüchse und weiteres aktuelles Investmentresearch (9-2020)..... 616
Passive ESG Angebote, Votingkritik und mehr (9-2020)..... 623
ESG Research Overload? (10-2020)..... 631
Großanlegerdefizite: Große können schlechter als Kleinanleger sein (10-2020)..... 641
ESG Action und ESG Inaction (11-2020) 646
Falsche Finanztipps (11-2020) 652
Menschenrechte und mehr (12-2020) 662
ESG Reporting, Weltraumfinanzen und anderes Research (12-2020)..... 669
Votingkritik, Engagement und Fundamentaldatenenttäuschungen (1-2021) 674
Klimawandel und Investments: Viel neues Research (1-2021) 680
Genderinvestments: Frauen sind doch nicht anders und mehr unbekanntes Research (2-2021)..... 689
ESG Metastudie und mehr neues Research (2-2021)..... 694
Markowitz Update, ESG, Impact und mehr (3-2021) 702
Profit Second (3-2021) 710
Genderthemen und mehr Research (3-2021)..... 715
Next Research..... 720

EINLEITUNG

Dieses Buch beinhaltet fast alle Blogbeiträge, die ich in der Zeit von August 2014 bis März 2020 geschrieben habe. Es ergänzt „Das Diversifikator Buch“ [1] und „Das Diversifikationsbuch“[2].

Start und Gliederung

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

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

Asset Allokation

Seit meinem Start in der Finanzbranche im Jahr 1999 verfolge ich ein weitgehend passives systematisch-prognosefreies Asset- bzw. Portfoliomanagement. Bis 2015 stand dabei die naive Asset Allokation im Vordergrund, also eine Gleichverteilung auf Anlagesegmente (siehe „Das Diversifikationsbuch“). Außerdem ist mein Vorgehen evidenz– [3] bzw. datenbasiert.

Seitdem habe ich meinen Ansatz weiterentwickelt. So steht jetzt das sogenannte most-passive Weltmarktportfolio am Anfang meiner Asset Allokation und gute Anlagekonzepte bzw. -regeln sind mir wichtiger als gute Vergangenheitsdaten (siehe „Das Diversifikator Buch“).

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

Passive Kapitalanlagen

Inzwischen bezeichne ich meine Anlagephilosophie als RETRO-Ansatz. Dabei steht RETRO für regelbasiert, evidenzbasiert, transparent, robust und optimierungsfrei. Eingängiger ist

[1] Erste Version vom 1.1.2018, siehe „Archiv“ im Detailmenu auf www.diversifikator.com
[2] Dirk Söhnholz; Sascha Rieken; Dieter Kaiser: Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion: Das Diversifikationsbuch, Gabler 2010
[3] http://prof-soehnholz.com/evidence-based-investing-interessant-fuer-alle-passiv-und-robo-advisor-fans/

allerdings der Begriff „most-passive“. Das „most“ basiert auf der These, dass hinter passiven Portfolios immer Annahmen stehen, die nicht völlig „passiv“ bzw. personenunabhängig sein können.

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

Robo-Advice

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

ESG und PureESG

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

ESG-Anlagen performen typischerweise nicht schlechter als konventionelle Anlagen. Das wird zunehmend bekannter. Anlagen, die sich „nachhaltig “ o.ä. nennen, werden populärer. Aber es gibt meiner Ansicht nach bisher nur wenige überzeugende ESG Angebote für private Anleger. Sogenanntes Greenwashing[4] dagegen ist stark verbreitet. In Abgrenzung dazu nenne ich meinen Ansatz PureESG, d.h. für die Wertpapierselektion werden (fast) nur ESG Kriterien genutzt.

Da Diversifikator inzwischen der deutsche Portfolioanbieter mit der breitesten ESG Palette ist, wird dieses Thema künftig noch stärker im Vordergrund des Blogs stehen.

[4] http://prof-soehnholz.com/esg-paradox-einfach-zu-verkaufen-und-trotzdem-nicht-angeboten/

3 Jahre Diversifikator: Gute Rendite, aber „80% anders“ ist schwer zu verkaufen (1-2019)

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

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

Erstens: Andere Investmentphilosophie

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

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

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

Zweitens: Andere Asset Allocation

Asset Allocation, also die Verteilung der Investments auf verschiedene Anlagesegmente, gilt als besonders wichtig für den Anlageerfolg. Ich habe Diversifikator gegründet, weil es bis Ende 2015 keine mich überzeugenden Asset-Allocation Modelle gab. Die von mir seit 1999 verfolgte „Naive“ Allokation, also die Gleichverteilung auf verschiedene Assetklassen (siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 101-110), hat zwar oft gute Anlageergebnisse geliefert, ist aber konzeptionell unbefriedigend. Hauptproblem: Bei einer solchen Allokation ist unklar, welche und wie viele unterschiedliche Assetklassen genutzt werden sollten.

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

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

Drittens: Erstes öffentliches verantwortungsvolles ETF-Portfolio

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

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

Viertens: Weitere innovative ETF-Portfolios

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

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

Fünftens: Neuartige direkte ESG Aktienportfolios als ETF-Ersatz

Zum Jahresende 2016 wurden außerdem erstmals direkte Aktienportfolios gestartet. Grund waren Lücken im ETF-Markt. So konnten wir keine ETFs finden, die Allokationen zu Immobilienaktien, Infrastrukturaktien oder auch Deutschen Aktien konsequent nach ESG-Kriterien ermöglichten. Daher haben wir solche Portfolios selbst entwickelt. Sie sind alle streng-regelgebunden, fast ausschließlich durch ESG-Kriterien bestimmt (PureESG) und sie können mit wenig Handelsaktivität umgesetzt werden (passiv).

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

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

Sechstens: Besonders strikte PureESG Portfolios

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

Siebtens: Kein Outperformanceanspruch

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

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

Achtens: Modell- statt Echtportfolios

Modellportfolios sind in Deutschland, anders als z.B. in den USA oder Großbritannien, nicht besonders populär (siehe z.B. hier). Ich habe mich trotzdem für Modellportfolioangebote und gegen „Echtportfolios" entschieden, weil sie einige Vorteile bieten. Hauptvorteil ist, dass man sie kostengünstig entwickeln und pflegen bzw. managen kann und somit relativ viele Portfolios anbieten kann. So kann man als neuer und kleiner Anbieter eine Vielzahl von Kundenwünschen bedienen.

Das Geschäftsmodell von Diversifikator war von Anfang an auf den Vertrieb über Partner (B2B) ausgerichtet. Diese Partner können die Portfolios von Diversifikator in Form von

kollektiven („Fonds“ oder standardisierter Vermögensverwaltung) oder individuellen Portfolios anbieten, auch online als automatisierte Robo-Advisors.

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

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

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

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

Zehntens: Kein voller Robo-Advisor

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

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

Diversifikator erbringt weder Anlageberatung noch Vermögensverwaltungsservices. Letzteres wird jedoch von echten Robo-Advisors erbracht. Allerdings können Portfolios von Diversifikator durch Robo-Advisors angeboten werden. Diversifikator hilft bei Bedarf auch bei der Entwicklung solcher Robo-Advisors.

Elftens: No- bzw. Small Data Ansatz und Vertrauensprinzip

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

„80% anders“ ist sehr schwer zu vermarkten

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

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

Die Rückrechnungen waren erstaunlich gut

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

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

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

Frei verfügbare Rückrechnungs- und Echtperformance-Tagesdaten

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

Ob ein Portfolio als erfolgreich eingeschätzt wird, hängt von mehreren Faktoren ab. Erstens ist die betrachtet Track-Record wichtig: Die Analyseperiode sollte nicht zu kurz sein und idealerweise mehrere Marktphasen, also auch schlechte, beinhalten. Zweitens sollte die genutzte Benchmark passend sein. Außerdem kann man Renditen oder unterschiedliche Kennzahlen für risikoadjustierte Renditen als Vergleichsmaßstab wählen.

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

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

Hier sind meine subjektiven Grobanalysen:

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

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

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

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

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

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

Das Weltmarktportfolio Basis Trend hat seit Auflage etwas weniger Verlust gemacht als das nicht risikogesteuerte Portfolio, aber es wäre ebenfalls von einer einfachen 50/50 Aktien/Anleiheallokation geschlagen worden. Das ESG ETF-Portfolio Trend war besser als das WMP Basis Trend, aber ebenfalls schlechter als 50/50.

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

ESG-Aktienportfolios überwiegend besser vergleichbare als traditionelle Fonds

Die seit Ende 2016 laufenden puren ESG Portfolios für Deutsche Aktien und vor allem Infrastruktur haben traditionelle Fonds teilweise erheblich hinter sich gelassen. Das

Immobilienaktien ESG Portfolio war etwas schlechter, was wohl vor allem an der hohen Allokation zu britischen Aktien lag. Die im Mai 2017 gestarteten globalen ESG Aktienportfolios haben sich gegenüber traditionellen Fonds ziemlich gut entwickelt, obwohl das aus nur 5 Aktien bestehende Global Equities ESG S Portfolio zwischenzeitlich schlecht gelaufen ist.

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

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

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

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

Zusammensetzung des **Global Equities S** Portfolios zu Anfang 2019: Keines der fünf Unternehmen aus dem Vorjahr ist 2019 im Portfolio geblieben. Zwei Unternehmen kommen aus den USA und je eines aus Australien, Deutschland und Großbritannien. Mit der deutschen Börse und der Australia und New Zealand Banking Group sind zwei Finanzdienstleister enthalten und mit Host Hotels & Resorts ist ein Immobilienunternehmen vertreten. Die Marktkapitalisierung reicht von 11 bis 43 Mrd. EUR mit einem Mittelwert von 16 Mrd. Die durchschnittlichen E, S und G Scores sind 78, 78 und 93.

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

Deutsche Aktien ESG Portfoliozusammensetzung Anfang 2019: Um die gewünschte Mindestanzahl von 15 Titeln im Portfolio zu erreichen, wurden die Anforderungen an die Liquidität der Wertpapiere für 2019 aufgehoben. Die Anzahl der Aktien im Portfolio ist von 2018 auf 2019 trotzdem von 25 auf 20 gesunken, da die ESG-Mindestanforderungen erhöht wurden (siehe Kapitel 3.3 im Diversifikator-Buch). 8 Aktien sind aus dem Portfolio herausgefallen: Continental, Osram, Diebold Nixdorf, Deutsche Lufthansa, GEA Group, Hamburger Hafen, Deutsche Wohnen und Telefonica Deutschland. Dafür kamen Infineon, Axel Springer und Scout24 hinzu. Finanzdienstleistungen sind mit 30% vertreten, andere Segmente mit eher geringen Portfolioanteilen. 11 der 20 Titel sind im DAX vertreten. Die

Marktkapitalisierung Ende 2018 reicht von 1,6 bis 107 Mrd. Euro und liegt im Mittel bei etwa 27 Mrd. EUR. Die durchschnittlichen E, S und G Scores sind 84, 82 und 68.

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

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

Zusammenfassung: Diversifikator bleibt 80% anders

Diversifikator ist aus Überzeugung 80% anders und nicht aus Marketinggründen. Daher gibt es keine Änderungen am grundsätzlichen Konzept. Aber einige Portfolios, speziell einige Ableitungen aus dem Weltmarktportfolio Basis, werden im Jahr 2020 möglicherweise nicht mehr angeboten werden. Aber fast alle ESG Portfolios laufen gut bis sehr gut. Die ESG-Aktienportfolios sind auch ohne Länder- und Branchenrestriktionen gut diversifiziert, weisen aber hohe Tracking Errors gegenüber traditionellen Indizes auf. Das wird auch so bleiben. Institutionelle Anleger können aber maßgeschneiderte Portfolios erhalten.

13 ZEB-FRAGEN AN DIVERSIFIKATOR (5-2020)

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

Was genau macht Diversifikator in maximal zwei Sätzen?

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

Welche Anlagephilosophie hat Diversifikator?

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

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

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

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

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

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

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

Wie sehen Ihre Anlagestrategie und das Risikomanagement aus?

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

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

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

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

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

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

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

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

Das Marketing erfolgt fast ausschließlich über die Direktansprache von potenziellen B2B Partnern. Hinzu kommt mit www.prof-soehnholz.com ein B2B Blog mit Fokus auf ESG.

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

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

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

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

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

Die Rendite der Portfolios war absolut gesehen schlecht, im Vergleich zu Benchmarks und Wettbewerbern aber gut. Das gilt vor allem im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds. In der

Krise habe sich vor allem die einfachen Trendfolgeportfolios aber auch die ESG- und Impactportfolios sehr gut bewährt).

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

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

Welche Chancen könnten durch die Krise entstehen?

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

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

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

Interessante Themen, die es noch nicht auf Fachkonferenzen geschafft haben (10-2016)

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

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

ETF-Nutzung: Viele Banken, vor allem Volks- und Raiffeisenbanken aber auch Sparkassen und Versicherungen tun sich sehr schwer damit, überhaupt ETFs anzubieten. Einige Banken verlangen sogar noch in großem Umfang Ausgabeaufschläge für ihre Fondsangebote. ETFs sind aber die Grundlage fast aller Robo-Advisor Angebote. Mit ETFs können die Banken

wohl nicht gut genug verdienen. Oder ein ETF-Angebot widerspricht hauspolitisch oder anlagephilosophisch den eigenen aktiv-gemanagten Angeboten. Manchmal wird auch das Argument genannt, dass ETF-Angebote aus IT-Systemsicht nicht angeboten werden können.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FINANZWISSEN KANN SCHADEN (8-2020)

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

Geldanlagekrise: Begriffsklärung

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

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

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

Finanzwissen: Die wichtigsten Fragen der Geldanlage(bildung)

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

Finanzwissen: Der richtige Anlage- bzw. Verkaufszeitpunkt

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

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

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

Ob die Annahme dauerhaft steigender Kurse auch für die Zukunft gilt, ist natürlich unklar, denn „Finanzprognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen" (anonymer

Verfasser; vgl. https://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/).

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

Finanzwissen: Die richtige Allokation

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

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

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

Finanzwissen: Einfache Testmöglichkeiten

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

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

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

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

Was sagt Fachliteratur zu Finanzwissen?

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

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

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

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

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

Zu viel Finanzwissen hilft nicht unbedingt

Eine bessere Indikation für die These„zuviel Finanzwissen schadet“ ist, dass Investmentprofis ihre passiven Benchmarks auch in Krisen nur selten schlagen können. Manager von sogenannten aktiven Fonds haben in der Finanzmarktkrise 2008 aber auch in der aktuellen Finanzkrise im Schnitt schlechter abgeschnitten als passive Anlagen (vgl. aktuell https://prof-soehnholz.com/esg-halbjahr-relativ-gute-performance-passiver-allokations-und-strenger-esg-portfolios/).

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

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

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

Finanzwissen kann sogar kontraproduktiv sein

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ESG Video: 16 falsche ESG Thesen und konsequent verantwortungsvolle Investmentlösungen (8-2020)

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

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

ESG Video 2: Regulierungsprävention für Vermögensverwalter (10-2020)

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

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

Investmentphilosophie

ES GIBT KEINE VÖLLIG PASSIVE KAPITALANLAGE (8-2014)

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

„Jedes Startportfolio eines Investors ist stark von den individuellen Annahmen bzw. Restriktionen, die er oder sie sich oft selbst auferlegt, abhängig. Welche Anlageklassen sollen vertreten sein? Welche Regionen sollen abgedeckt werden? Welche Währungen sind akzeptabel und welche sollen abgesichert werden? Und das sind nur einige Beispiele für Fragen, die beantwortet werden müssen. Es gibt keine mir bekannte Methode, wie man „passiv“ zu einem Ausgangsportfolio kommt.“[5]

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

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

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

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

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

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

[5] Frank Wiebe im Handelsblatt vom 8.8.2014: „Aktiv oder passiv: Wann Fondsmanager ihr Geld wert sind und wann nicht“

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

Definition und Kategorisierung von Evidenz-Basierter Kapitalanlage (12-2016)

Im November 2016 wurde in New York die meines Wissens erste Konferenz mit dem Titel Evidence-Based Investing durchgeführt.[6] Im Konferenzprogramm heißt es: “Evidence-Based Investing (EBI) is a disciplined approach to asset management that combines the data we have from the past and present with honesty about the unknowable future. Where others would use forecasts, relationships or emotions to guide their decisions, practitioners of EBI would substitute facts, logic and reason.”

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

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

Investmentphilosophien kann man meines Erachtens am besten nach den drei Kategorien „diskretionär“ bzw. personen- oder teamabhängig, systematisch-prognosebasiert und systematisch-prognosefrei klassifizieren[7].

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

Evidence-Based Investing in der oben genannten Form ist mit prognosebasiertem Anlegen, sei es diskretionär oder systematisch, nicht vereinbar. Evidence-Based Investing ist aber auch nicht deckungsgleich mit systematisch-prognosefreiem Anlegen. Im Idealfall erfordert letzteres nämlich ein klares und umfassendes Regelwerk, das möglichst frei von zwischenzeitlichen diskretionären Veränderungen ist. Evidence-Based Investing kann dagegen durchaus auch erhebliche diskretionäre Elemente haben und erhebt nicht den Anspruch, jederzeit komplett regelbasiert zu sein. Und systematisch-prognosefreies Investing muss nicht immer „evidence based“ sein. Einfache aber populäre Assetallokationen von 50/50

[6] S. https://www.imn.org/investment-management/conference/Evidence-Based-Investing

[7] s. https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/sites/2/2016/02/AR_6_2013_Soehnholz-Philosophie_Anforderung.pdf; zu systematisch prognosebasierten Ansätzen siehe z.B. Eduard Baitinger: Neue Ansätze für das quantitative Asset Management, 2014

zu Aktien und Anleihen sind z.B. systematisch und prognosefrei aber kaum evidence-based zu begründen.

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

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

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

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

Anhänger von EBI nutzen keine Prognosen aber lieben historische Datenanalysen. Je länger die analysierte Zeitperiode, umso besser. Daher kann man EBI-Strategien ebenso wie prognosebasierte quantitative Strategien als Big Data Ansätze bezeichnen. Die relativ neue Smart-Beta[8] und Faktorinvesting-Mode kann man daher auch als Evidence-Based Investing bezeichnen.

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

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

[8] S. http://prof-soehnholz.com/smart-beta-gefahr-single-assetklassen-portfoliomanager-investmentfonds/ und (http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Die hohen EBI Daten-Anforderungen sind nicht sehr innovationsfreundlich. Allerdings haben Evidence-Based Strategien Vermarktungsvorteile gegenüber aktiven Ansätzen. John Rekenthaler von Morningstar schreibt dazu: „Mechanical investment strategies are becoming more popular. Few fund managers can boast a 20-year track record. However, any number of back-tested, mechanical investment approaches can boast decades’ worth of data.“[9]

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

Evidence based investing (EBI, see Ritholtz/IMN[10]) is a pretty new term and evidence based investment analysis (EBIA, see DVFA-Blog[11]) is a brand new terminology. Is EBIA just another fad or useless buzzword? I do not think so. I think that EBIA may be much more important than EBI.

EBI - Original Definition

“Evidence-Based Investing (EBI) is a disciplined approach to asset management that combines the data we have from the past and present with honesty about the unknowable future. Where others would use forecasts, relationships or emotions to guide their decisions, practitioners of EBI would substitute facts, logic and reason" according to the invitation for the first EBI conference[12] which took place in November 2016 in New York.

Original definition is too generic to be useful

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

„Smart Beta“ is a smarter term: All investors want to be smart, but traditional investment managers want to deliver alpha, therefore they will no claim to produce smart beta. Also, smart beta is typically rules based and most traditional investment managers do not fully rely on rules. „Smart beta“ therefore can be used to differentiate rather simple quantitative (rules based) from more complex (e.g. macro or managed futures hedge funds) quantitative as well as from discretionary investment managers.

[9] Rekenthaler, John: Investors turn towards evidence, in Morningstar Rekenthaler Report, 23.11.2016
[10] https://www.imn.org/investment-management/conference/Evidence-Based-Investing/
[11] http://www.dvfa-blog.de/2017/12/gruendung-einer-initiative-zu-evidence-based-investing-ebi/
[12] https://www.imn.org/investment-management/conference/Evidence-Based-Investing/

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

The first EBI products

The first mutual funds are now marketed as „evidence based". They claim to use clear past evidence for future investment decisions. Some use the EBI-term for factor investments[13], whereas others use the term for passive investments[14]. We certainly do not need two terms for the same thing. And, in my opinion, EBI is not the same as either factor investing or passive investing.

Current EBI definition misses some important points

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

- EBI should always be research-based and therefore should develop with further research over time.
- EBI is not necessarily completely forecast-free, since forecasts can be based on evidence (e.g. see "215 years of Momentum"[15])
- EBI is not necessarily passive because there is no such thing as 100% passive investing (see Blog[16]). Passive investing is only possible after restrictions have been applied such as long-only or US-only or large-cap only etc..
- EBI should consider emotions since they influence investment decisions which has been well documented by research.
- EBI is not necessarily the same as quantitative investment. Quantitative investing could base on data mining or spurious correlations and therefore is not evidence-based.

EBI guidelines

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

1) Use all data and research which you can gather efficiently, e.g. Damodar (since 1928), Shiller (since 1871), French (since 1920)[17] and SSRN or Researchgate[18]. Forecasts are allowed but should be falsifiable (see Blog[19]). Contradicting data and/or research should be mentioned if they can be known with reasonable effort.

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

---

[13] https://www.robeco.com/de/unsere-expertise/quantitative-investing/glossary/evidence-based-investing.html
[14] https://portfoliosolutions.com/evidence-based-investing
[15] https://www.valuewalk.com/2015/06/215-years-of-global-multi-asset-momentum-from-1800-to-2014/
[16] http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/
[17] for the data sources see „externe Quellen" at www.diversifikator.com
[18] www.ssrn.com; www.researchgate.net
[19] http://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/

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

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

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

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

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

EBIA explained

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

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

Problems with EBI and EBIA

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

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

Good examples of EBI?

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

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

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

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

DVFA, the German association for financial analysis and asset management, has just published two training videos for Evidence Based Investment Analysis (English version[20] and German version, initial DVFA EBIA publication see here[21]; an EBIA text see here[22]). I am proud that I have been asked to develop and provide the trainings. According to my knowledge, they are quite unique. Here is the summary in English:

What should you learn?

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

Description

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

[20] https://shop.dvfa.de/products/evidence-based-investment-analysis-ebia-eng
[21] https://shop.dvfa.de/products/evidence-based-investment-analysis-ebia
[22] http://prof-soehnholz.com/finanzanalysten-und-produktanbieter-koennten-probleme-mit-evidence-based-investment-analysis-ebia-haben/

an unusual classification of investment philosophies. The most important takeaways should be (how) to question assumptions, restrictions, models and data used by typical „professional“ investors.

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

Training information

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

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

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

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

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

Hierzu habe ich einige Anmerkungen und Ideen:

EBIA mit konkreten Anforderungen an Analysten

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

Konkrete EBIA-Forderungen an Investmentanalysten lauten (s. auch DVFA[23]):

- Alle effizient verfügbaren Daten und Research sollten berücksichtigt und widersprechende Daten und Research sollten erwähnt werden.
- Vorhersagen/Prognosen sollten begründet werden und falsifizierbar sein (Angabe von Zielwerten/Ranges bzw. Zielterminen/Ranges).

[23] http://www.dvfa.de/verband/themengremien/evidence-based-investment-analysis.html

- Es sollen adäquate Modelle (unter Berücksichtigung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse) ausgewählt werden.
- Analysen sollten auf Basis von Hypothesen erfolgen.
- (Big) Data Mining soll vermieden werden. Alle - gerade auch "gescheiterte" - Analyseversuche sollten transparent gemacht werden.
- Wenn Restriktionen und kleine Änderungen im Input zu größeren Veränderungen im Output führen, sollte das ebenfalls transparent dokumentiert werden.
- Es sollen adäquate Vergleiche/Benchmarks gewählt werden.
- Alle Kosten, die mit der Umsetzung der Erkenntnisse verbunden sind, sollen berücksichtigt werden.

Wollen Investmentanbieter Evidenz in dieser Form zeigen?

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

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

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

Er durchsucht daher zunächst systematisch die akademische und praxisorientierte Fachliteratur, z.B. mit Hilfe der Datenbank www.ssrn.com. Dort findet er z.B. viele Studien die zeigen, dass es aktiven Portfoliomanagern typischerweise nicht gelingt, passive Benchmarks outzuperformen. Denselben oder anderen Studien ist zu entnehmen, dass es einen Publikationseffekt gibt: Kurz nachdem „Marktanomalien“, die Outperformances ermöglichen sollen, publiziert wurden, verschwinden diese typischerweise. Ganz aktuellen Analysen zufolge gab es z.B. den vielgenutzten Small Cap Effekt sogar nie[24] und viele statistischen Analysen sind nicht aussagekräftig[25].

Mühsame Suche nach und hohe Anforderungen an Outperformance

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

[24] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3197891
[25] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3192611

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

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

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

Transparenzdilemma

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

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

Anbietermanagement wird Bedenken haben

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

Aus Managementsicht besteht das Risiko aber vor allem darin, dass möglicherweise die Forderung erhoben wird, volle Transparenz auch für alle anderen bisher schon angebotenen Produkte bzw. Services zu bieten. Dann würde sich ziemlich sicher zeigen, dass viele der angeboten Produkte nur außerordentlich geringe Outperformancechancen haben. Selbst für ein sauber nach EBIA Kriterien entwickeltes und vermarktetes Produkt könne sich die Voraussetzungen ändern, so dass sogar der Produktentwicklungsanalyst zu der Meinung kommen kann, dass das Produkt nicht mehr aktiv vermarktet oder sogar abgewickelt werde sollte.

Muss der Analyst fehlende Outperformancemöglichkeiten melden?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

EBIA Vorreiter DVFA

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

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

Anleger müssen aktiv nach EBIA fragen

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

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

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

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

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

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

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

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

Professionelles Multi-Asset Management ist kein Erfolgsgarant (8-2016)

In den letzten 10 Jahren haben kapitalgewichtet-aggregierte Fonds gleichgewichtet-aggregierte Fonds outperformt, was für gute Fondselektionsfähigkeiten von Anlegern

spricht[26]. Die Outperformance kommt vor allem dadurch zustande, dass mehr Geld in günstige als in teure Fonds investiert wird. Anleger haben danach aber keine guten Asset Allokationsfähigkeiten: Investors „would be better off doing what they're already doing with their fund selection and keeping their asset allocation rigorously, strictly strategic."

Profis scheinen die Asset-Allokation in einigen Fällen etwas besser als Laien hinzubekommen: „Allocation funds fare better than the rest, because target-date funds have positive return gaps, but they are still negative". Das ist nicht befriedigend, zumal es noch schlechtere Untersuchungsergebnisse für die Asset-Allokationsfähigkeiten von Profis gibt: So wird in einem anderen Morningstar-Beitrag in Bezug auf das besonders schnell wachsende Segment von (Multi Asset) Target Return (Zielrendite) Fonds festgestellt, dass diese in den letzten Jahren enttäuschende Renditen bei höheren Risiken im Vergleich zu passiven Benchmarks geliefert haben[27]. Das ist vor allem auf hohe Kosten aber auch auf schlechte Allokationen der Fonds zurückzuführen.

Objective Based Fonds setzen neben Target Return auf Einkommen (Income bzw. Dividenden), geringe Volatilität (Schwankungen) oder Inflationsschutz. In einer weiteren Morningstar Studie zu diesen Fonds wird festgestellt: „A healthy number of funds accomplish their objective, though comparable blended indexes would do the same, and usually with higher returns and lower volatility."[28]

In einer anderen Untersuchung zur Performance von Tactical Allocation Fonds stellt Delorme fest[29], dass über 5 Jahre kein einziger Tactical Allocation Fonds eine passive Benchmark risikoadjustiert geschlagen hätte und es über 10 Jahre auch nur sehr wenige Fonds geschafft hätten. Und in Großbritannien wird bemängelt, dass zwei Drittel der Absolut Return Fonds ihren Anlegern in der analysierten Periode Verluste einbrachten[30]. Die möglicherweise falschen Versprechungen dieser Fonds werden inzwischen von der britischen Finanzaufsicht untersucht.

Wenn Anleger den Analysen von Morningstar folgen würden, würden Sie wohl nur noch passive Asset Allokationen nutzen[31].

DÜRFEN PROFIS PROGNOSEFREI ANLEGEN? (9-2014)

Es gibt nur wenige Investmentprofis, die zugeben, dass sie nicht besonders gut im prognostizieren sind. Es gibt noch weniger, die versuchen, komplett auf Prognosen zu

[26] Rekenthaler, John: Good Selection, Bad Timing for Fund Investors, Morningstar, 10.8.2016 (für in den USA verkaufte Fonds)
[27] Yang, Janet: Absolute-Return Funds Aren't Hitting Their Mark, Morningstar 16.8.2016
[28] Morningstar: A Review of objectives based funds, Juni 2016
[29] Delorme, Luke: How „Tactical Allocation" Mutual Funds Fared over the last 5 years", Advisors Perspectives, 9.8.2016
[30] „Das Investment" vom 16.8. mit Verweis auf eine entsprechende Financial Times Meldung
[31] Interessanterweise ist Morningstar der wohl größte Spezialist für das Research aktiv gemangter Fonds).

verzichten. Und es gibt fast keinen, der Prognosefreiheit als besonders positiv herausstellt. Prognosefrei heißt aber nicht annahmefrei. Investieren ohne Annahmen geht nicht[32].

Aber was ist der Unterschied zwischen einer Prognose und einer Annahme? Am einfachsten kann man das anhand von Beispielen erklären: Alle Fonds der Veritas Investment GmbH werden komplett systematisch und prognosefrei gemanagt. Dabei werden Vergangenheitsdaten systematisch analysiert und für die Aktienfonds die Aktien mit den besten kombinierten Qualitäts-, Value-, extremeVaR und ESG- bzw. Governance-Scores ins Portfolio aufgenommen. Schätzungen für zukünftige Daten wie z.B. Analystenschätzungen werden aber nicht verwendet. Die wichtigste Annahme ist, dass Aktien, die nach dem o.g. kombinierten Score selektiert und kombiniert werden, in Zukunft ein gutes Portfolio ergeben.

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

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

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

Investmentphilosophie: Prognosefans sollten prognosefreie Portfolios nutzen (6-2018)

Meine Firma Diversifikator verfolgt eine (regelbasiert-)prognosefreie Investmentphilosophie. Das wird von manchen Vermögensverwaltern und Banken kritisiert, da diese meist eine prognosebasierte Philosophie verfolgen. Dabei sind prognosefreie Portfolios für

[32] siehe auch Kapitel „Es gibt keine völlig passive Kapitalanlage“

Prognoseanhänger besonders interessant (s.a. "Dürfen Profis prognosefrei investieren?"[33] und "Logische und verantwortungsvolle statt pseudo-optimierte Portfolios"[34]).

Prognostiker sollten keine diskretionären Fonds empfehlen

Wenn man einen vollkommen diskretionären („frei agierenden“) Multi-Assetfonds kauft, ist der Manager des Fonds für die Prognosen zuständig. Er hat ziemlich sicher Erwartungen bzw. konkrete Prognosen für Aktienkurse, Anlagefaktoren wie Value oder Small Cap, Zinsen und Wechselkurse und richtet sein Portfolio entsprechend aus. Die Ausrichtung und Anlagestrategie kann sich grundsätzlich jederzeit ändern, sofern die meist breit gefassten Anlagebedingungen eingehalten werden.

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

Prognostiker sollten keine Multi-Asset Fonds empfehlen

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

Prognosefreie Fonds sind auch für Endkunden attraktiv

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

Prognosebasierte performen schlechter als prognosefreie Fonds

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

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

[33] http://prof-soehnholz.com/prognosefrei-investment-fonds-philosophie-profi-fondsmanager/
[34] http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/

Unklar, was eine Prognose ist? Prognosen müssen falsifizierbar sein

Unter einer Prognose verstehe ich eine falsifizierbare Aussage im Sinn einer konkreten Vorhersage für einen konkreten Zeitpunkt bzw. -raum. „Der DAX wird irgendwann steigen“ ist nicht falsifizierbar und danach keine Prognose sondern allenfalls eine vage Erwartung. „Der DAX wird Ende 2018 zwischen 12.000 und 14.000 stehen“ dagegen ist eine Prognose, denn die Aussage ist falsifizierbar. Auch bedingte "wenn-dann" Prognosen sind möglich. Auch Häufigkeitsprognosen können falsifizierbar sein, z.B. "Bis Ende 2018 wird der DAX in 50% der Börsentage mehr gewinnen als verlieren". Schwierig wird es aber mit der Falsifizierbarkeit von Wahrscheinlichkeitsaussagen wie "Mit einer 50%igen Wahrscheinlichkeit wird der DAX Ende 2018 über 13.000 Punkten stehen".

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

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

Annahmen sollten transparent sein

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

Prognosefreie (regelbasierte) Fonds können leichter modifiziert werden

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

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

Ein „aktiver“ Immobilienaktienfonds dagegen, in dem Prognosen des Fondsmanagers zu einzelnen Immobilienmarktsegmenten oder einzelnen Titeln zu Portfolioänderungen führen, kann sich bei Prognoseänderungen des Managers erheblich ändern und den

Immobilienprognosen des Beraters und/oder Endkunden widersprechen und daher für ihn ungeeignet sein.

Prognosefreie Strategien brauchen weniger Überwachung

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

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

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

Prognosewidersprüche bei mehreren „aktiven“ Fonds im Portfolio

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

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

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

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

Regeltransparenz ist wichtiger als Positionstransparenz (8-2014)

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

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

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

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

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

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

Regeltransparenz ist wichtiger als Positionstransparenz, denn Positionen können sich schnell ändern. Und aus Positionen abzulesen, nach welchen Regeln das Portfolio künftig genau zusammengestellt wird, ist fast unmöglich. Regeltransparenz alleine reicht aber nicht aus,

damit Anleger einem Fondsmanager Geld geben. Dazu ist auch eine eher qualitative Fonds- und Managertransparenz erforderlich, die man als professioneller Investor z.B. über sogenannte Due Diligence Fragebögen erhält. Der BVI (Bundesverband Investment und Asset Management) und der BAI (Bundesverband Alternative Investments) haben solche Bögen entwickelt.

Logische und verantwortungsvolle statt „pseudo-optimierte“ Geldanlagen (4-2017)

Ich nutze eine regelbasiert-optimierungsfrei Investmentphilosophie, die man als logisch statt „pseudo-optimiert“ bezeichnen kann. Auch verantwortungsvolle (ESG) Anlagen kann man so umsetzen. Hier zeige ich, wie sich meine Anlagephilosophie entwickelt hat und wie ich sie auf verantwortungsvolle Investments anwende.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Anlageklassen ist ein solches Portfolio nicht von einer subjektiven Definition und Selektion von Anlageklassen abhängig.

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

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

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

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

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

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

Heute nutze ich keine solchen Rückrechnungsvergleiche mehr und fokussiere auf optimierungsfreie Portfolios, die klaren und vorher festgelegten Regeln folgen. Die Regeln sind weitestgehend aus wissenschaftlichen Untersuchungen abgeleitet. Daher wird der Faktor Unternehmensführung (Governance) als besonders wichtig eingeschätzt. Es werden nur

liquide Aktien ins Portfolio genommen, die zu den besten beim Governance Kriterium gehören. Die Anforderungen an soziale und ökologische Kriterien sind niedriger, indem nur die Aktien mit den schlechtesten Beurteilungen bei diesen Kriterien unberücksichtigt bleiben. Als klassisches ökonomisches Kriterium wird nur das Kriterium „maximale Verluste“ genutzt, indem die Aktien mit den höchsten Verlusten der vergangenen Analyseperiode ausgeschlossen werden (Zu Details und weiteren Begründungen siehe „Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios: Konzept und Rückrechnungen“ auf www.diversifikator.com).

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

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

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

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

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

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

PRISC – Policy for Responsible Investment Scoring: Die Taxonomiealternative von der DVFA (4-2020)

PRISC wurde am 8. April 2020 von der DVFA veröffentlicht. Damit können Geldanleger ihre nachhaltige Geldanlagepolitik sehr einfach definieren. Dafür gibt es einen kopierbaren und damit modifizierbaren Text, ein individuell veränderliches Tabellenkalkulationsblatt und ein kleines Nachhaltigkeitslexikon. Auf Basis einer damit individuell definierten verantwortungsvollen Geldanlagepolitik kann man mit dem Tool relativ einfach Fonds und

andere Geldanlagen beurteilen. So etwas hätte ich mir von der Taxonomiekommission der EU gewünscht!

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

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

PRISC-Ausgangslage

Diese Nachhaltigkeitspolitik wurde auf Basis des Konzeptes der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. vom April 2020 zusammengefasst (siehe hier sowie Downloads unter „PRISC Erläuterungen als PDF“). Die hier genutzten Begriffe entsprechen der DVFA Klassifikation.

PRISC im Überblick

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

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

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

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

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

PRISC-Basis für die Bestimmung von verantwortungsvoller Geldanlagepolitik

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

PRISC-Ausschlüsse: Mehr sind besser

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

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

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

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

PRISC-Impact bzw. Positivauswahl: Nettobetrachtung

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

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

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

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

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

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

PRISC-ESG-Score Definition: Granularer ist besser

ESG-Indizes bzw. ESG-ETFs gewichten und/oder selektieren Wertpapiere nach (aggregierten) ESG-Beurteilungen, nutzen aber meist nur wenige Ausschlüsse. SRI-Indizes bzw. ETFs nutzen typischerweise mehrere „weiche“ Ausschlüsse (d.h. keine 100% Ausschlüsse) und haben Mindestanforderungen an (aggregierte) ESG-Ratings.

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

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

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

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

Best-in-Universe (BiU) ist besser als Best-in-Class (BIC)

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

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

Mindestanforderungen an ESG-Scores

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

ESG-Messfrequenz: Häufiger ist nicht unbedingt besser

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

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

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

Stimmrechtsausübung (Voting) und Engagement sind positiv, aber ineffizient

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

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

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

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

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

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

PRISC-Kalibrierung

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

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

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

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

- **Weltmarktportfolio Basis** und **Alternatives ETF-Portfolio**: Diese Portfolios verfolgen keinen Nachhaltigkeitsansatz und haben deshalb einen Score von 0%
- **Islamic ETF-Portfolio** (5 relevante Ausschlusskategorien aber keine Komplettausschlüsse, da 5% Umsatz toleriert werden, deshalb rechne ich nur mit 1-3

Ausschlusskategorien; keine ESG Anforderung in Bezug auf die einzelnen Aktien im ETF): **13% PRISC-Resultat**

- **Impact ETF-Portfolio** (geschätzt 4-6 Ausschlusskategorien, da z.B. über Infrastruktur und Biotech/Healthcare unerwünschte Segmente wie fossile Energien, Gentechnik und Tierversuche enthalten sein können; deshalb auch nur >70% und <90% geschätzter Impactumsatz statt 100%; keine ESG Anforderungen an die in den ETFs enthaltenen Aktien): **53% PRISC-Resultat**
- **ESG ETF-Portfolios** (die ESG- bzw. SRI ETFs enthalten zwar in der Regel auch mehr als 3 Ausschlusskategorien, lassen aber auch bis zu 5% oder Umsätze mit „ausgeschlossen" Segmenten zu, deshalb nehme ich 1-3 Ausschlüsse an; ESG-Scores werden aggregiert gemessen und dabei wird der Best-in-Class (BiC) genutzt; meist werden ESG-Scores <50% ausgeschlossen): **80% PRISC-Resultat**
- **Alle direkten ESG Aktienportfolios** außer den Impactportfolios (10 harte Ausschlusskategorien; E, S und G werden separat gemessen mit Mindestscores von 50%; Nutzung einer Mischung von Best-in-Class und Best-in-Universe, weil der Datenanbieter kein reines Best-in-Class liefert): **147% PRISC-Resultat**
- **Impact ESG Aktienportfolios** (s. ESG Aktienportfolios, außerdem werden nur Aktien aus Impactmarktsegmenten genutzt): **187% PRISC-Resultat** (siehe http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

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

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

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

Asset-Allocation, Manager-Selektion und Risikomanagement im Vordergrund

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

Asset-Allocation Consulting: Restriktionen entscheidend

Die Bestimmung einer optimalen Verteilung des Anlagevolumen auf Anlageklassen ist eine der wichtigsten Aufgaben im institutionellen Consulting. Wie wir in unserm Buch gezeigt haben, ist die optimale Asset Allocation sehr stark von den genutzten Restriktionen abhängig. Vereinfacht gesagt wird das simulierte Anlageergebnis besser, je mehr Anlageklassen

zugelassen werden (siehe auch aktuellere DVFA Online Schulung zum Thema Evidence Based Investment Analysis).

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

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

„Grüne Wiese" Allokation

Es gibt grundsätzlich zwei Wege, um zu einer „optimalen" Allokation zu kommen. Der erste Weg ist der Bottom-Up oder „Grüne Wiese" Weg: Man hat grundsätzlich alle Anlageklassen zur Verfügung und bildet ein optimales Portfolio auf Basis von Rendite-, Risiko- und Korrelationsprognosen jeder Anlageklasse im Rahmen seiner Restriktionen. Die Prognosen sind oft Fortschreibungen von Vergangenheitsdaten. Das ist der Weg, den institutionelle Anleger in der Theorie typischerweise nutzen.

Top-Down Allokation

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

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

Genutzt wird vor allem ein dritter Allokationsweg

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

Alle drei Ansätze können gut digitalisiert werden.

Manager-Selektions-Consulting: Kosten und Eigeninvestments entscheidend

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

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

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

Risiko-Management-Consulting: Auch keine Outperformance?

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

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

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

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

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

Beispiele für institutionelle online Asset Allokationen

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

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

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

Gute Ergebnisse mit einfachen Allokationen

Wenn ich keine weiteren Änderungen an den Standard-Voreinstellungen vornehmen, hätte ich von Januar 2001, dem Startpunkt der verfügbaren Datenhistorie, bis Februar 2019 folgende Ergebnisse erzielt: Rendite von 7,5% p.a., -24,4% im schlechtesten Jahr und einen maximalen Verlust von 40,6%.

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

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

5 Online-Optimierungsmodelle

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

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

Hohes Risiko von Pseudo-Optimierungen

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

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

Beispiele für institutionelle online Managerselektion

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

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

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

Online-Beispiele für institutionelles Risikomanagement

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

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

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

Alternative: Reines Aktienportfolio mit einfachem Timing

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

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

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

Consulting-Modellauswahl digitalisierbar?

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

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

Institutionelles Consulting: Fünf Lehren für Anleger

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

Zweitens: Mit www.portfoliovisualizer.com wird gezeigt, dass zahlreiche institutionelle Consulting-Tools einfach online gestellt werden könnten.

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

Viertens: Im institutionellen Consulting genutzte Daten und Methoden sind möglicherweise besser bzw. anspruchsvoller als die auf www.portfoliovisualizer.com aufgeführten Modelle.

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

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

Lehren für Robo-Advisors

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

ASSET ALLOKATION

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

Als erste Generation von systematischen Asset Allokationsmethoden wird die 1-Faktor, nämlich den „Markt“ bzw. das „Beta“, und 1-Perioden Anwendung auf Basis der Portfolio-Selektion von Harry Markowitz genannt[35] („Markowitz-Optimierungen). Davor gab es vor allem heuristische Methoden. Als zweite Generation kann man die Erweiterung auf mehr als einen Faktor und mehr als eine Periode bezeichnen. Der nächste große konzeptionelle Schritt besteht in der Abkehr vom „homo oeconomicus“ und von Normalverteilungsannahmen Außerdem wird die unrealistische Annahme stabiler Korrelationen zwischen Anlageklassen in Frage gestellt („dritte Generation“).

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

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

Die aktuellste Generation der Asset Allokation versucht, auch ohne solche Prognosen auszukommen. Er wird auch Evidence Based Investment genannt. Optimierungen ohne Prognosen sind schwierig. Aber mit Hilfe von auf Vergangenheitsdaten aufbauenden umfassenden Simulationen und Szenarioanalysen können relativ robuste Portfolios in Bezug

[35] Zur Definition von Generationen s. Markus Schuller von Pantheera am 11.8.2014 in den Institutional Money News

auf vergangene oder potentielle künftige Verluste konstruiert werden. Aus unterschiedlichen robusten Portfolios kann dann ein für den jeweiligen Investor gut geeignetes ausgesucht werde. Bei vorgegebener Risikotoleranz, gemessen als maximal tolerierter Verlust, kann dann dasjenige mit der höchsten erwarten Rendite über mehrere Perioden selektiert werden. Die konzeptionelle Basis dafür liefert das sogenannte Kelly-Kriterium.

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

Das „most passive“ kapitalgewichtete All-Asset Portfolio (7-2016)

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

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

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

Für die Entwicklung des most-passive Portfolios werden keinerlei Optimierungen oder Modelle benötigt[36]. Das ist anders als bei den meisten anderen ETF- bzw. Startportfolios. Es werden sogar weniger Annahmen genutzt als im sogenannten naiven Portfolio. Bei einem naiven Portfolio werden Anlagegelder auf alle ausgewählten Anlageklassen gleichverteilt. Es gibt aber keine anerkannte Liste von Anlageklassen, so dass subjektive Definitionen und Abgrenzungen eine Auswirkung auf die Allokation haben. So schließt ein 50/50 Aktien/Anleiheportfolio viele Anlagesegmente wie z.B. Immobilien aus. Außerdem ist unklar, auf welcher Basis die Allokation zu Aktien und die Allokation zu Anleihen innerhalb der Anlageklassen bzw. Segmente aufgeteilt werden soll. Des Weiteren werden naive Portfolios normalerweise nach bestimmten Perioden wieder auf die Ausgangsgewichtung rebalanziert und die Entscheidung über die Rebalanzierungshäufigkeit ist ebenfalls eine „aktive“ Entscheidung.

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

Portfolios aus ETFs könne komplett diskretionär, also unabhängig von transparenten Regeln, hergeleitet bzw. gestartet werden. ETF Portfolios können aber auch quantitativ hergeleitet werden. Bei quantitativen Herleitungen werden oft sogenannte Markowitz-Optimierungen oder daraus abgeleitete Modelle genutzt. Damit gibt es sowohl aktive Entscheidungen über das genutzte Modell als auch über die verwendeten Daten. Man braucht zumindest Prognosen für Renditen, Volatilitäten (als Risikomaß) und Abhängigkeiten zwischen den Anlageklassen. Dabei kann man auf lineare Zusammenhänge setzen oder auf nicht-lineare. Man kann einperiodische oder mehrperiodische Optimierungen vornehmen. Und die Prognosen können auf allen möglichen Vergangenheitsdaten oder auch anderen Daten wie Simulationsergebnissen basieren[37]. Bei der Vielzahl der Entscheidungsmöglichkeiten ist es nicht verwunderlich, dass Startallokationen von Multi-Asset-Portfolios oft stark voneinander abweichen.

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

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

Viele Spezialindizes aber keine anerkannten Multi-Asset Indizes?

[36] Details siehe Dokument „Diversifikator Asset Allokation und ETF-Selektion“ auf www.diversifikator.com

[37] zu unterschiedlichsten Allokation trotz gleicher Anlagesegmente und Vergangenheitsdaten siehe die beiden „Pseudo-Optimierer“ auf www.diversifikator.com

MSCI alleine kalkuliert über 190.000 Aktienindizes[38]. Es gibt auch zahlreiche Indizes für Anleihen, Rohstoffe, Währungen und Anlagestrategien[3940]. Auch für illiquide Anlagen gibt es Indizes, z.B. von MSCI für Immobilien. Für andere Anlagesegmente wie Infrastruktur oder Hedgefonds gibt es dagegen keine mir bekannten Indizes von anerkannten Indexanbietern.

Viele Multi-Asset Portfolios

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

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

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

Dabei müsste es relativ einfach sein, passive Benchmarks zu schlagen. Das sollte sogar mit regelbasierten Strategien möglich sein, wie zahlreiche Studien zu sogenannten Alphapotentialen von Anlagefaktoren wie Small Cap, Momentum, Low Volatilität etc. zeigen sollen. In den meisten mir bekannten Vergleichen schlagen sogar einfache Gleichgewichtungen die meist kapitalisierungsgewichteten Benchmarks[41].

Auch 50/50 ist schwer zu schlagen

Die meisten der mir bekannten Studien beziehen sich auf Aktienmärkte. Es könnte sein, dass Multi-Asset Benchmarks noch schwerer zu schlagen sind als Aktienbenchmarks (andere Meinung [42]). So wissen Praktiker, wie schwer eine 50/50 Aktien/Anleihebenchmark zu schlagen ist.

Selbst Hedgefonds, die ja besonders „aktiv“ mit Derivaten, Leerverkäufen, Leverage etc. gemanagt werden können, schlagen solche einfachen Benchmarks eher selten. Das kann man

[38] https://www.msci.com/documents/1296102/1362201/MSCI-Global-Indexes-modern-index-strategy-May-2018.pdf/32d50fc3-d03c-73d9-ba3a-d72f13dfd5eb
[39] https://www.bloomberg.com/professional/product/indices/bloomberg-barclays-indices-fact-sheets-publications/
[40] https://www.bloomberg.com/professional/product/indices/bloomberg-strategy-indices/#/
[41] http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/
[42] https://www.robeco.com/de/aktuelle-analysen/2017/09/fallstricke-bei-einer-passiven-anlage-in-einer-globalen-multi-asset-benchmark.html

z.B. prüfen, indem man einen der sehr wenigen replizierbaren Hedgefondsindizes[43] mit einer solchen Benchmark vergleicht.

Vielleicht werden solche gemischten Benchmarks deshalb nur sehr selten genutzt.

Ausnahmeinvestor Yale

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

Auch der aktuellste Report zeigt: „Over the ten-year period ending June 30, 2017, the Endowment earned an annualized 6.6% return, net of fees, placing Yale among the top 4% of colleges and universities. Over the same period, domestic stocks returned 7.3% and domestic bonds returned 4.5%[44].

Sehr unterschiedliche peergrouporientierte Benchmarks

Es gibt keinen überzeugenden Grund, eine 50/50 Aktien/Anleihebenchmark zu nutzen. Ähnliches gilt für andere willkürliche Aktien/Anleihemischungen. Institutionelle Anleger haben sich daher in der Vergangenheit oft an die Vorschläge von Investmentberatern gehalten. Diese haben „pseudo-optimale“ Anlageallokationen [45] und/oder Mindestrenditen bestimmt bzw. berechnet, mit denen sich reale Anlageergebnisse messen konnten.

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

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

Seit einigen Jahren gibt es aber einigermaßen verlässliche Untersuchungen dazu, wie die Kapitalanlagen aller privaten und institutionellen Anleger weltweit zusammengestellt sind. Das kann als kapitalgewichtete Multi-Asset Benchmark aufgefasst werden (Quellen und Umsetzung siehe z.B. "Das Diversifikator Buch" im Archiv auf www.diversifikator.com, siehe auch hier[46]) und es gibt inzwischen auch Benchmarkportfolios

[43] https://www.feri.de/en/investment-management/alternative-investments/hedge-funds/
[44] https://static1.squarespace.com/static/55db7b87e4b0dca22fba2438/t/5ac5890e758d4611a98edd15/1522895146491/Yale_Endowment_17.pdf Seite 22
[45] http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/
[46] https://www.robeco.com/de/aktuelle-analysen/2017/09/fallstricke-bei-einer-passiven-anlage-in-einer-globalen-multi-asset-benchmark.html

aus ETFs dazu (siehe z.B. die Weltmarktportfolios von Diversifikator seit Anfang 2016, siehe auch hier[47] und hier[48], oder der DE000SLA3L23 von Panthera und Solactive seit Juni 2017).

Während die Rückrechnungen von Diversifikator eine attraktive Performance zeigen (siehe „Das Diversifkator Buch"), kommen Doeswijk/Lam/Swinkels[49] zu schlechteren Ergebnissen. Schlechte Ergebnisse einer Benchmark müssten von aktiven Managern aber einfach zu schlagen sein und sollten daher eher zur praktischen Nutzung der Benchmark anregen.

Risikomanagement als Problem für Benchmarker

Sehr viele Multi-Asset Portfolios nutzen ein Risikomanagement. Je nachdem, wie das Risikomanagementsystem konzipiert ist, kann es zu erheblichen Änderungen in Allokationen führen. So kann ein Portfolio bei starken Risikosignalen auch zeitweise komplett abgesichert werden, so dass es sich wie eine Geldmarktanlage verhält. Ein solches Portfolio mit einer starren Allokation zu vergleichen, ist schwierig. Daher werden Multi-Asset Benchmarks von manchen Marktteilnehmer prinzipiell abgelehnt.

Man kann aber mehrere Alternativen andenken. So können z.B. Multi-Asset Hedgefonds als Benchmark für risikogemanagte traditionelle Portfolios genutzt werden. Allerdings haben Hedgefonds ganz andere Investmentmöglichkeiten als traditionelle Portfolios. Daher ist alternativ ein einfach risikogesteuertes Weltmarktportfolio als Benchmark sinnvoll. So hat sich die 200-Tagelinie langfristig zur Risikosteuerung bewährt (siehe z.B. hier[50]). Auf www.diversifikator.com findet man die Performance des Weltmarktportfolios Trend, das als risikogesteuerte Multi Asset Benchmark genutzt werden kann (siehe auch hier[51]).

Tracking Error als Problem für Risikomanager

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

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

Fazit: Anleger sollten Multi-Asset Benchmarks nutzen

[47] http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/
[48] http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/
[49] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2978509%20&
[50] https://arxiv.org/abs/1404.3274
[51] http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/

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

Verantwortungsvolle als einzige offizielle Geldanlage-Benchmarks: So kann die Welt ganz einfach verbessert werden (3-2019)

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

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

Nachhaltigkeits-Taxonomie ist in Arbeit

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

Die Performance nachhaltiger Investments ist gut

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

Bisher keine ernsthafte Tracking Error Diskussion

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

Verantwortungsvolle Benchmarks: Erster Schritt getan

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

In der Begründung dazu heißt es: “The new regulation sets out how financial market participants and financial advisors must integrate environmental, social or governance (ESG)

risks and opportunities in their processes, as part of their duty to act in the best interest of clients. It also sets uniform rules on how those financial market participants should inform investors about their compliance with the integration of ESG risks and opportunities."

Traditionelle Benchmarks sind sehr wichtig, haben aber erhebliche Nachteile

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

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

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

Bisherige nachhaltige Benchmarks mit negativen Tracking Error Restriktionen

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

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

Streng nachhaltige Anleger verfolgen einen „Best-in-Universe" Ansatz

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

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

Streng nachhaltige Benchmarks sind sehr einfach zu konstruieren

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

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

Umgekehrte Beweispflicht

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

So klagen Marktteilnehmer heute darüber, dass die neuen Anforderungen der EU zu einem aufwändigen Reporting in Bezug auf die Nachhaltigkeit ihrer Kapitalanlagen führen. Wenn Anleger aber anerkannten streng nachhaltigen Indizes folgen würden, müssten sie nur noch auf diese Tatsache verweisen. Dann müssten nur noch erhebliche Abweichungen von dieses Indizes erklärt werden (siehe auch hier). Im englischen würde man dafür den Ausdruck „comply or explain“ benutzen.

Professionelle Kapitalanlage-Anbieter müssten nachhaltige Pflichtbenchmarks eigentlich unterstützen

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

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

Portfoliobildung sollte streng nachhaltig starten

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

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

Das Argument, nur so gute Rendite bzw. geringe Risiken für Anleger zu erreichen, ist sehr zweifelhaft. Es ist inzwischen ziemlich anerkannt, dass aktive Manager passive traditionelle

Benchmarks nicht verlässlich schlagen können. Das gilt auch für passive nachhaltige Benchmarks (siehe z.B. oben erwähnte Metastudie).

Nur MSCI als Verlierer?

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

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

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

Pflicht-Benchmarks sind kein unzulässiger Markteingriff

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

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

ESG-Benchmarks: Call to Action für Politiker

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

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

Diese Maßnahme ist zudem sehr kostengünstig umsetzbar.

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

DAS WELTMARKTPORTFOLIO IST EIN RENDITEPORTFOLIO (9-2016)

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

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

Die Rückrechnung der Ergebnisse des so konstruierten Portfolios ergibt sehr attraktive Ergebnisse. So ergab sich ohne Rebalanzierungen, die sich normalerweise vorteilhaft auswirken, von Anfang 2008 bis zum offiziellen Portfoliostart zu Anfang 2016 eine Rendite von 5,4% p.a., einen maximalen Verlust von 23%, eine Volatilität von 8,5% und somit bei einer 0-Zins Annahme eine Sharpe Ratio von 0,63. Ein Weltaktien-ETF bzw. eine durch gute Anleiherenditen in der Periode kaum schlagbare 60/40 Aktien/Anleihe ETF-Benchmark, hätte die folgenden Werte ergeben: Rendite 4,1% p.a. bzw. 4,9% p.a., Volatilität 20,5% und 10,2%, Sharpe Ratios 0,2 und 0,48, und maximale Verluste 49% und 25%. Eine Faktoranalyse des WMP hat nur für den S&P 500 mit 0,6 aber für keinen der anderen fast 50 untersuchten Faktoren eine Abhängigkeit von mehr als 0,5 ergeben[52].

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

Europäische Aktien haben zudem sehr hohe maximale Verluste. Non-Euro Aktien hatten zwar ebenfalls hohe Verluste und Volatilitäten, aber dafür sehr gute Renditen. Die „Alternatives“ (also Immobilien-, Infrastruktur-, Rohstoff-, Private Equity und Agraraktien-ETFs) schneiden im Backtest nicht besonders gut ab, wenn man Korrelationen vernachlässigt: Sie haben die zweitschlechtesten Renditen nach den europäischen Aktien und auch hohe Volatilitäten und

[52] die meisten der hier genannten Daten sind auf www.diversifikator.com zu finden

hohe maximale Verluste. Das ist jedoch nicht durchgängig so. In den Jahren 2009 und 2010 zeigen Alternatives besonders gute Renditen. Die Alternatives-Kennzahlen für die Jahre 2008-2010 wurden stark durch Immobilienaktien und REITs geprägt. In den anderen Jahren sind Alternatives dagegen bei den Kennzahlen meist im Mittelfeld zu finden.

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

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

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

Goal-Based Investing (GBI) ist eine Anlagepolitik, die Anlageportfolios auf konkrete Sparziele wie Autokauf, Wohnungskauf, Urlaub etc. ausrichtet. Die renommierte Beratungsgesellschaft Deloitte und alfi, der Luxemburger Fondsverband, empfehlen: „Asset management firms and their advisors should shift to holistic, goal-based advice. Goal-based investing wird auch als typisch für und als einer von drei “crucial disruptors” von Robo-Advisors gesehen. [53]

Was für Auswirkungen hat GBI auf die Asseetallokation? Nehmen wir ein einfaches Beispiel einer Anlegerin mit einem Startkapital, z.B. aus einer Erbschaft, von 200.000 Euro. Sie hat konkrete Pläne für einen Autokauf, ihre Hochzeit, eine große Urlaubsreise und einen Wohnungskauf. Die Wohnung soll überwiegend kreditfinanziert werden während die anderen ´Ziele ohne Kreditaufnahme erreicht werden sollen. Dafür werden insgesamt EUR 100.00 Eigenkapital benötigt. Die Pläne sollen in den nächsten 4 Jahren umgesetzt werden. Ein Goal-Based Ansatz in seiner Reinform würde jetzt 5 Portfolios entwickeln: Ein besonders risikoarmes Portfolio für die kurzfristigste Anschaffung, z.B. das Auto, drei weitere jeweils etwas riskantere Portfolios für die anderen geplanten Anlageziele und ein eher risikoreiches (im Sinne einer höheren Aktienquote als bei den Sparzielportfolios) für den Anlagebetrag, der noch nicht für irgendein Ziel vorgesehen ist. Das ist so ähnlich wie Target-Date Investing mit mehreren Portfolios für sehr naheliegende Target-Dates, dürfte also zu vier sehr ähnlichen Portfolios mit sehr hohen Quoten risikoarmer Anlagen und zu einem riskanteren Portfolio für die Langfristanlage führen.

Die Alternative ist die klassische Anlage in ein einziges Portfolio, welches der generellen Risikotoleranz der Anlegerin entspricht, also z.B. ein 50/50 Aktien/Anleihen Portfolio. Ein solches Portfolio hat einen erwarten maximalen Verlust von ca. 25%, wenn man die Verluste aus 2008 zugrunde legt. Wenn es sehr schlecht läuft und das Portfolio wirklich in den ersten 4

[53] Deloitte/alfi, How can Fintech facilitate fund distribution? June 2016, S. 10, S. 39 und S. 38

Jahren 25% an Wert verliert, bleiben – nach allen Anschaffungen – immer noch 50.000 übrig. Beim Goal-Based Investing würde die Anlegerin aber die vier anlagezielorientierten Portfolios eher konservativ mit 100% Tagesgeld für die erste Anlage und ebenfalls sehr hohen Tagesgeld- oder Anleihequoten für die weiteren drei kurzfristigen Sparziele umsetzen, um alle vier Anlageziele sicher zu erreichen. Das Restportfolio von 100.000 Euro würde wahrscheinlich 50/50 in Aktien/Anleihen angelegt werden. Insgesamt wäre die durchschnittliche Aktienquote dieser Goal-Based Portfolios wesentlich niedriger als ein „klassisches" risikotoleranzorientiertes 50/50 Portfolio der Anlegerin.

Mir ist nicht klar, welche Vorteile Goal-Based Investing für Anleger bringt, zumindest nicht für Anleger, die über nennenswertes noch „zielfreies" bzw. Reserve-Anlagekapital verfügen. Die Anlegerin muss sich zwar über ihre Ziele klar werden, was grundsätzlich gut ist, aber es scheint sehr aufwändig, für jedes Anlageprojekt eine eigene Risikoeinschätzung und separate Portfolios[54] durch bzw. für die Anlegerin erstellen zu lassen, selbst wenn das technisch einfach möglich ist. Es ist daher nicht verständlich, warum Deloitte und alfi Goal-Based Investing als „holistic" bezeichnen. Man müsste es eher „piecemeal" oder bruchstückhaft nennen.

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

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

Goal Based Investing hat noch einen weiteren Vorteil für Anbieter, nämlich wenn Goal-Based Investing dazu führt, dass die Meßlatten für den Erfolg von Kapitalanlagen niedriger gehängt werden. Und genau das passiert, wenn man dem Vorschlag von Deloitte und alfi folgt: „Measure performance based on achieving clients' goals within agreed timeframes rather than beating market benchmarks" [55] . So können GBI-nutzende (Robo-)Berater künftig wahrscheinlich wesentlich mehr Erfolge melden, als wenn sie sich an Marktbenchmarks messen müssten.

[54] zu den Schwierigkeiten der Bestimmung „optimaler" Portfolios siehe z.B. die Pseudo-Opitmierer auf www.diversifikator.com

[55] Deloitte/alfi 2016, S.10

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

Der sehr anerkannte quantitative Assetmanager Research Affiliates hat kürzlich ein Beitrag zur Anleger-Vorliebe für komplexe Anlagestrategien veröffentlicht[56]. Darin werden folgende Argumente für komplexe Strategien genannt:

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

Wenn einfache Strategien geringe Kosten haben ist es nachvollziehbar, dass Anleger mit einfacheren Anlagestrategien offenbar bessere Anlagerergebnisse erzielen als mit komplexen Ablagestrategien[57].

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

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

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

Werden Robo-Advisors mit ihren meist eher einfachen Strategien[58] keine Chance gegen Anbieter komplexer aktiver Fonds haben? Werden Anbieter von einfachen Robo-Strategien

[56] Jason Hsu und John West: The confounding bias for investment complexity, in Research Affiliates Fundamentals, Jan. 2016
[57] Hsu/West 2016, S. 4

wie stabilen Allokationen zu Aktien/Anleihen Nachteile gegenüber solchen von komplexen Strategien haben? In 2016 war jedenfalls Scalable mit einer relativ komplexen Anlagestrategie erfolgreicher als Easyfolio mit seiner sehr einfachen Strategie.

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

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

[58] Frühe Kritik siehe Elisabeth Kashner im ETF.com Analyst Blog am 22.8.2014

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

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

Morningstar: „Aktive" Mischfonds sind schlechter als 50/50 Passive Asset Allokationen

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

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

Kostenlose Fondsdaten für eigene Analysen

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

Bei Fondsweb kann mach sogar die 10Jahresrendite als Basis nehmen (https://www.fondsweb.com/de/suchen/afocus/577-578/rfocus/122/sort/per10j). Auch damit wird allerdings die Finanzkrise 2008 nicht mehr erfasst. Relevante Informationen zu Fondsperformances findet man auch bei Scope.

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

Passive Asset Allokationen: Kostenlose Benchmarks

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

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

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

Sehr gute Performance der passiven Allokationen von Diversifikator

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

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

Auch die meisten anderen passiven Multi-Asset Portfolios von Diversifikator hätten über 3 Jahre besser abgeschnitten als „aktive“ Mischfonds: Das **ESG ETF-Portfolio** hätte unter anderem wegen der Anfangs „überhöhten“ Aktienquote, da nicht genug gute ESG Anleihe-ETFs zur Verfügung standen, 6,6% pro Jahr erreicht. Das **Weltmarktportfolio Basis Income** hätte 5,0% gemacht, das **Weltmarktportfolio S** 4,7% und das **Weltmarktportfolio Stars** 4,5%. Nur das **WMP Basis Trend** (2,7%) hätte schlechter abgeschnitten als aktive Mischfonds (4,1%).

Auch für 2019 ist die Bilanz der passiven Allokationen viel besser. Das **Weltmarktportfolio Basis Income** hätte 21,8% erreicht, das **ESG ETF-Portfolio** 19,9%, das **Weltmarktportfolio S** 17,9% und das **Weltmarktportfolio Stars** 17,7%. Nur das **WMP Basis Trend** (11.6%) und das **ESG ETF-Portfolio Trend** (11,1%) hätten etwas schlechter abgeschnitten als ein typischer aktive Mischfonds (12,7%).

Falsche Kritik aktiver Portfoliomanager

Aktive Allokationsfonds vergleichen sich selbst oft nur mit ihrer sogenannten – oft selbst definierten – „Peergroup“ bzw. Vergleichsgruppe. Dabei schneiden naturgemäß etwa die

Hälfte aller Fonds gleich oder besser als der Durchschnitt ab. Nur selten findet man Vergleiche mit passiven Asset Allokationen, wie z.B. 50/50 Aktien/Anleihen. Das gilt leider auch für viele sogenannte Fachpublikationen.

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

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

Eigene Publikationen zu und Portfolios mit passiven Asset Allokationen

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

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

Das liegt bei meinen Weltmarktportfolios daran, dass sie relativ hohe Anteile von liquiden „Alternatives“ wie Immobilienaktien/REITs, Infrastrukturaktien, Rohstoffaktien und Listed Private Equity enthalten. Diese haben in den letzten Jahren oft nicht alle so gut rentiert wie klassische Aktien, wie man z.B. an dem Alternatives ETF Portfolio sieht. Risikoadjustiert sehen diese Segmente aber teilweise gar nicht so schlecht aus (siehe Infrastructure ESG und Real Estate ESG Portfolio http://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/).

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

Hohe Anforderungen an gute Asset-Allokationen von (Robo-) Portfolios (12-2016)

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

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

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

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

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

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

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

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

Erfahrene Anleger wissen, dass Markowitz für seine eigenen Kapitalanlagen offenbar gleichgewichtete und nicht optimierte Portfolios nutzte. Sehr erfahrene Anleger wissen auch, wie sensibel Markowitz-Optimierungen sein können[59]. Kleine Änderungen in den Annahmen können zu starken Änderungen in den „optimalen" Allokationen führen.

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

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

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

Portfolios mit starren Allokationen wie 50/50 zu Aktien und Anleihen wie Easyfolio sind durch ihre Einfachheit und Transparenz besonders Robo-geeignet. Dass bei solchen Strategien meist nur einmal jährliche anfallende Rebalancing kann man gut erklären, denn dabei fallen nur geringe Kosten an und häufigeres Rebalancing bringt selten Performancevorteile[60]. Allerdings kann man erfahrenen Anlegern nicht überzeugend erklären, warum nur Allokationen zu zwei Anlageklassen erfolgen. Man kann auch nicht überzeugend erklären, warum eine hohe Allokation zu Anleihen besonders risikoarm sein soll.

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

Asset-Manager, vor allem ETF Anbieter, setzen seit einiger Zeit auf Smart-Beta bzw. Faktorprodukte. Dabei werden entweder Produkte mit besonders „guten" Faktoren angeboten oder neuerdings auf Multi-Faktor Portfolios gesetzt. Allerdings sind Faktorperformances relativ stark von den analysierten Zeitperioden abhängig. Small Cap hat zum Beispiel ebenso

[59] Siehe „Pseudo-Optimierer auf www.diversifikator.com
[60] Siehe z.B. Rebalanzierungsrechner auf www.diversifikator.com und dort angegebene Literatur

wie Value lange Jahre nicht sehr gut performt. Und ob Multi-Faktor Portfolios besser als Multi-Asset Portfolios sind, ist noch zu zeigen[61].

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

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

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

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

Fazit: Wenn man einen Robo-Advisor für Anleger mit attraktivem Vermögen oder Einkommen konzipiert, sollte man den Anforderungen erfahrener Anlegern entsprechen. Wenn man ein Hybrid-Modell verfolgt, bei dem Berater durch Robo-Advice unterstützt werden, sollte man Portfolios anbieten, die kritischen Analysen erfahrener Berater standhalten, damit diese die Robo-Unterstützung auch nutzen. Neben überzeugenden Anlagekonzepten sollten Robo-Advisors genug Transparenz und günstige Konditionen bieten. Andernfalls laufen sie Gefahr, künftig von (sozialen) Medien und Verbraucherschützern kritisiert zu werden.

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

[61] s. auch http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/

Portfoliobasis	Regel-basiert	Erklärbarkeit	Trans-parenz	Underlying- und Handels-kosten	Variationen/Differen-zierungen möglich?
Beste echte Vergangenheits-performance (aktive Fonds)	Nein	Ja: Bester Fonds (welche Periode/Kennzahl?)	Nein	Aktive Fonds	Ja (je nach Anlagesegment)
Beste Rückrechnung (Evidence Based wie Smart Beta)	Ja	Nein: Multi-Asset (welche Periode/Kennzahl?)	Ja	Einzeltitel oder ETFs aber Tradingkosten	Nein (Evidence sollte eindeutig sein)
Prognose-basierte Optimierung	Ja	Nein: Viele Annahmen, komplexe Modelle, t.w. viele Simulationen	Nein	ETFs aber Tradingkosten	Nein (nur ein „optimales“ Ergebnis)
100% MSCI Welt	Ja	Ja: Beste Anlageklasse	Ja	Gering	Nein
Fixe Allokationen (70/30, 50/50 etc.)	Ja	Mittel: Anleihen risikoarm? Mix erklärbar?	Ja	Gering	Nein (außer Risikoklasse)
Weltmarkt-portfolio (s. Diversifikator)	Ja	Ja: Most passive, aber Messung und illiquide Anlagen schwierig	Ja	Gering	Ja (Themenbasiert s. http://www.diversifikator.com)

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

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

Veraltete Methoden und kaum Transparenz

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

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

Verbraucherschützer wollen aber Transparenz

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

Meine Meinung: Einfach muss nicht schlechter sein

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

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

Meine Meinung: Forderungen nach Transparenz sind berechtigt

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

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

Meine Meinung: Mehr Ehrlichkeit und Diversifikation

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

Nur geringe künftige ESG-Anforderungen erwartet

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

Meine Meinung: Proaktive ESG Angebote sind sinnvoll

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

Bedarf nach persönlicher Beratung und Kannibalisierungsrisiko

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

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

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

Meine Meinung: Eine Diversifikation der Anlagephilosophie ist gut

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

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

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

Unstrittig ist, dass Robo-Advisors meist niedrigere Gebühren haben als traditionelle Anbieter. Positiv ist außerdem, dass Robo-Advisors einen „Anlageirrtum" vieler traditioneller Anbieter vermeiden, indem sie auf kostengünstige passive ETFs statt auf meist teure sogenannte aktive Fonds setzen. Unabhängig von der Diskussion, wie aktiv „aktive" Fondsmanager wirklich sind[62], ist die Selektion künftiger Index-Outperformer außerordentlich schwierig[63].

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

Die meisten Robo-Advisors arbeiten aber nicht mit einfachen starren Allokationen sondern mit Algorithmen für Asset Allokationen. Es ist vorab nur schwer vorhersehbar, wie viele Transaktionen ausgeführt werden und wie hohe Transaktionskosten anfallen werden. Besonders für geringe Anlagesummen können Transaktionskosten aber viel Rendite kosten.

Allerdings bestimmen meist die Asset-Allokationen, welche Anlageergebnisse erreicht werden. An den Allokations-Algorithmen gibt es vor allem zwei Kritikpunkte: Erstens wird befürchtet, dass die Algorithmen zu sehr ähnlichen Handelsentscheidungen kommen und sie so negative Trends verstärken können. Da Robo-Advisors selbst in den USA auch aggregiert noch sehr klein sind und auf längere Sicht auch bleiben werden, ist dieses Risiko allerdings sehr gering.

[62] siehe Stichwort „closet indexer" bzw. Kennzahl „active Share

[63] Tom Jenkinson, Howard Jones, Jose Vicente Martinez , Picking Winners? Investment Consultants' Recommendations of Fund Managers, in Journal of Finance, Sept. 2016

Der zweite Kritikpunkt betrifft die Qualität der Algorithmen[64]. Viele Robo-Advisors berufen sich auf den Nobelpreisträger Markowitz. Aber sogenannte Markowitz Optimierungen können je nach Input und Ausgestaltung zu höchst unterschiedlichen Allokationen führen[65]. Vergleichbares gilt für andere, etwas anspruchsvollere Algorithmen. Diese von einigen teilweise „Robo-Advisors der zweiten Generation" genannten Anbieter verzichten z.B. auf die besonders schwierigen Renditeprognosen. Sie müssen aber immer noch Risiko- und Abhängigkeits- (Korrelations-)prognosen nutzen. Auch die Verwendung von Risikomaßen wie (Conditional) Value at Risk (VaR oder CVaR) hilft nicht viel weiter, weil weiterhin vielfältige Prognosen erforderlich sind. Außerdem bedeutet eine Sicherheit von 95% nur, dass in 5% der Fälle Verluste eintreten können, die sehr hoch sein können. Ergebnissimulationen können zudem viele mögliche Allokationsergebnisse aufzeigen.

Daher ist Kritik von Anlageexperten berechtigt, die vor dem Risiko schlechter oder falscher Modelle warnen. Allerdings ist das keine Besonderheit von Robo-Advisors. Auch traditionelle Berater bzw. Vermögensverwalter können „falsche" Modelle nutzen.

Die Transparenz für Kunden traditioneller Anbieter ist auch in den USA derzeit noch begrenzt: Nur 13% der US Vermögensverwalter bieten Anlegern bisher Portfolio-Simulationstools an. Auch bei Robo-Advisors sind solche Simulationstools bisher nicht allzu häufig zu finden. Vielleicht befürchtet man, dass damit klar wird, wie sensibel die meisten Allokationsmodelle auf kleine Inputänderungen reagieren. Allerdings soll sich das in den nächsten zwei Jahren aber auf ca. 40 bis 45% aller Vermögensverwalter erhöhen[66].

Dabei muss man zwischen zwei Arten von Simulationen unterscheiden. Im ersten Fall werden nur unterschiedliche Allokationen von Anlagen getestet, also z.B. 30/70 versus 70/30 Aktien/Anleihequoten. In dem Fall bleiben die Prognosen für die Renditen, Risiken und Korrelationen der Anlageklassen gleich. Im zweiten Fall können auch unterschiedliche Renditen, Risiken und/oder Korrelationen genutzt werden.

Anders als viele traditionelle Berater legen die meisten Robo-Advisors zumindest mehr oder weniger detailliert offen, wie sie grundsätzlich funktionieren. Da die meisten von ihnen regelbasiert arbeiten und nicht von kurzfristigen Entscheidungen einzelner Portfoliomanager oder Komitees abhängen, ist es hilfreich, diese Regelwerke zu kennen. Ohne Portfolio-Simulationstools ist es aber schwer, Alternativen zu prüfen. Und je mehr Annahmen bzw. Prognosen in die Modelle eingehen, desto schwieriger ist es vorherzusehen, zu welchen Allokationen diese Modelle in der Zukunft kommen werden. Eine „Transparenz nach Vorne" ist damit auch bei den meisten Robo-Advisors heute kaum gegeben.

Zusammenfassend kann man daher feststellen: Robo-Advisors können Kosten senken und sie können die Kapitalanlage durch die Abkehr von der oft vergeblichen Suche nach „Outperformern" verbessern. Damit sollten Robo-Advisors grundsätzlich bessere Renditen erreichen können als traditionelle Anbieter, obwohl sie nicht unbedingt die besseren

[64] siehe z.B. Befragung des CFA Institutes: „46% think flaws in automated financial advice algorithms could be the biggest risk"
[65] siehe dazu z.B. das Tool „Pseudo-Optimierer" auf www.diversifikator.com
[66] S. Strategy&: 2016 Wealth Management Trends

Allokationsmodelle haben. Robo-Advisors sind auch keine Gefahr für die Kapitalmärkte. Aber die meisten Robo-Advisors schaffen nicht unbedingt viel mehr „Transparenz nach Vorne“ für Anleger als traditionelle Anbieter.

Einfaches Risikomanagement kann erstaunlich gut funktionieren (9-2016)

Ein angeblich fehlendes Risikomanagement war bisher der Hauptkritikpunkt von Anlageberatern an den Portfolios von Diversifikator. Diversifikator bietet bisher nur besonders passive und damit einfache Portfolios an, für die nicht einmal ein regelmäßiges Rebalancing zwingend vorgesehen ist. Diversifikator verfolgt ein B2B(&C) Konzept und Beratern fällt es offenbar schwer, „zu einfache“ Portfolios anzubieten. Dabei ist die bisherige „echte“ Performance der Portfolios sogar noch besser als die bereits sehr guten Rückrechnungen.

Außerdem sind die meisten bisher angebotenen Portfolios sehr stark diversifiziert, was auch künftig zu einem geringeren Risiko als bei konzentrierten Portfolios führen sollte. Allerdings ist die primäre Motivation für die hohe Diversifikation der Portfolios nicht die Risikosenkung. Die Portfolios sind in erster Linie so diversifiziert, um an möglichst vielen potentiellen Renditequellen partizipieren zu können. Die Risikosenkung soll durch individuell unterschiedliche Anteile von Cash zu den Portfolios erreicht werden.

Das ist manchen Beratern zu wenig Risikomanagement. Sie meinen, wenn Anleger schon für die Nutzung von Musterportfolios bezahlen müssen, dann sollte diese auch risikogemanagt werden. Diese Kritik war absehbar. Es wurde daher sehr frühzeitig damit begonnen, sich über zusätzliches Risikomanagement Gedanken zu machen. Die Grundüberlegungen dazu wurden auch frühzeitig online dokumentiert und man hat sich auf wenige zu testende Risikomodelle festgelegt, denn es sollte kein sogenanntes Data-Mining erfolgen. Data Mining besagt, dass man sehr viele Ansätze testen kann und irgendwelche davon aller Wahrscheinlichkeit nach gut funktionieren werden. Anders herum: Je weniger Ansätze man testet, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese nicht funktionieren.

Dabei muss Beratern und Anlegern klar sein: Gutes Risikomanagement führt zu Anlagen mit geringerem Risiko aber damit typischerweise auch zu weniger Rendite, d.h. entgangene Renditen sind Opportunitätskosten des Risikomanagements. Besonders für Langfristanleger ist Risikomanagement nicht unbedingt nötig, wenn man davon ausgeht, dass Kapitalanlagen langfristig an Wert gewinnen. Theoretisch ist das den meisten Beratern und informierten Anlegern auch klar.

Aber in den letzten Jahren gab es mindestens eine inzwischen populäre Gegenindikation zu der erwarteten Rendite-Risikorelation: Portfolios aus Aktien mit geringen Schwankungen haben oftmals höhere Renditen als solche mit höheren Schwankungen gebracht. Dafür gibt es verhaltenswissenschaftliche Erklärungen. Danach suchen Anleger, die in Aktien investieren, besonders hohe Renditen, um lotterieartige Gewinne erreichen zu können. Auch professionelle Portfoliomanager möchten ihre Benchmarks schlagen und greifen daher gerne zu Aktien mit relativ hohen Risiken mit der Erwartung, die Benchmarks so eher schlagen zu können. Konsequenz: Aktien mit hohen Risiken sind teuer und rentieren damit nicht mehr so

gut wie erwartet. Inzwischen gelten aber Aktien mit geringen Volatilitäten als teuer. Wir nehmen daher an, dass die klassische Theorie weiter gilt und niedrigere Risiken auch zu niedrigeren Renditen führen.

Die Anforderungen an ein gutes Risikomanagement sind dann relativ klar: Das Risiko der Portfolios soll sinken, ohne dass die Rendite zu stark zurückgeht. Man benötigt also eine Rendite-Risiko-Relationskennzahl. Das ist meist die Sharpe Ratio. Konzeptionell ist das nicht überzeugend, denn Risiko wird dabei als Schwankung von Portfolios gemessen und nicht als Verlust. Statistisch liefert die Sharpe Ratio jedoch ähnliche Ergebnisse wie komplexere Kennzahlen, die Verluste und teilweise auch Nicht-Normalverteilungen benutzen[67].

Ziel eines guten Risikomanagements sollte es daher sein, eine vergleichbare Sharpe Ratio wie nicht-risikogemanagte Portfolio zu erreichen. Dabei spielen Kosten eine wesentliche Rolle. So führen häufige Risikosignale zu häufigen Transaktionen, die mit Kosten verbunden sind. Eine weitere Anforderung an ein gutes Risikomanagement sind daher relativ geringe Implementierungskosten bzw. wenig Handel. Das gilt vor allem für Portfolios mit geringen Anlagevolumina, bei denen sich Handelskosten stärker auswirken als bei hohen Anlagevolumina.

Eine weitere Anforderung war die Umsetzung des Risikomanagements nur mit Hilfe von Basisinstrumenten, d.h. z.B. nur mit Verkäufen/Käufen der genutzten ETFs und nicht mit Derivaten. Der Hauptgrund hierfür ist, dass auch Anleger bzw. Berater ohne Erfahrung mit Derivaten oder mit einer Abneigung gegenüber Derivaten das Risikomanagement selbständig umsetzen können sollen. Ein zweiter Grund sind fehlende standardisierte Derivate für große Teile der Diversifikator Portfolios: Für die meisten alternativen Aktien bzw. ESG- und islamische ETFs stehen keine adäquaten Futures zur Absicherung zur Verfügung.

Aus Tätigkeiten bei früheren Arbeitgebern habe ich einige Erfahrung mit Risikomanagement gesammelt. Die Analyse von Hedgefonds aber auch die Arbeiten an dem Buch „Asset Allokation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion“[68] haben mich sehr skeptisch in Bezug auf komplexe Risikomanagementansätze gemacht. In 2012 hat mein Test eines eigenen relativ einfachen Ansatzes auf Basis von Volatilitätsveränderungen aber kein robustes Modell und keine überzeugenden Ergebnisse gebracht.[69]

Eine der weiteren Anforderungen an ein Risikomanagement für Diversifikator Portfolios war daher: Es sollte ein Ansatz verwendet werden, der etabliert und vielfach getestet ist. Vor allem sollte Data Mining verhindert werden. Wir haben daher nur drei populäre und möglichst einfache Ansätze getestet.

[67] siehe dazu z.B. das interessante Research von Prof. Schuhmacher von der Uni Leipzig
[68] Söhnholz, Dirk; Rieken, Sascha; Kaiser, Dieter: Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselektion, 2010
[69] Söhnholz, Dirk: Renditeorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier 2012

1) Einen Trendfolgeansatz, der sich seit sehr vielen Jahren grundsätzlich bewährt haben[70]. Dabei haben wir nur die besonders populäre 200-Tagelinie getestet.
2) Den MACD (Moving Average Convergence/Divergence) weekly, der in der Praxis ebenfalls oft verwendet wird.
3) Den Ansatz von Mebane Faber[71], der besonders in den USA populär ist und der ebenfalls unsere Anforderungen an Einfachheit und Transparenz erfüllt.

Diese Ansätze wurden zunächst für 6 unsere 7 sehr unterschiedlichen Portfolios getestet, für die wir aussagekräftige Rückrechnungsdaten inklusive der Finanzkrise 2008 zur Verfügung hatten. Unser selbst gestellten Anforderungen waren: Der Ansatz sollte für möglichst viele der Portfolios und für möglichst viele Jahre zu „guten" Resultaten führen. Gut heißt dabei: Attraktive Renditen bei niedrigeren Volatilitäten bzw. geringen zwischenzeitlichen Verlusten im Vergleich zu den Portfolios ohne Risikomanagement und insgesamt attraktive Sharpe Ratios.

Alle drei Ansätze können die Risiken aller Portfolios in der betrachteten Periode 2008 bis Mitte 2016 sehr gut reduzieren. Aber nur die 200-Tagelinie erfüllt unsere Anforderungen in Bezug auf attraktive Renditen bzw. Sharpe Ratios.

Um die Robustheit des 200-Tage-Ansatzes zu prüfen, haben wir auch 195 und 205 Tagelinien getestet. Das ist wichtig, denn es ist bekannt, dass Aktienmarktperformance von nur wenigen Tagen geprägt wird. Wir haben in einem weiteren Schritt drei Variationen der 200-Tage-Trendfolge miteinander verglichen. Ziel war es, die Robustheit zu prüfen und die Umsetzungskosten möglichst weiter zu reduzieren. Ergebnis: Alle getesteten Variationen der 200-Tagelinie bringen für alle Diversifikator Portfolios wesentlich geringere Backtest-Verluste im Krisenjahr 2008, führen aber in guten Aktienjahren zu schlechterer Performance als ohne Risikosteuerung. Alle Ergebnisse der Tests sind detailliert dokumentiert und können bei Diversifikator angefordert werden bzw. künftig auch online zur Verfügung gestellt.

Anleger, die eine solche Underperformance in Kauf nehmen, können die Diversifikator Portfolios ab 2017 auch inklusive Risikosteuerung mit der 200-Tagelinie erhalten. Das ist aber zunächst auf Angebote über die mit uns kooperierenden Banken, Vermögensverwalter und unabhängigen Berater beschränkt.

Risikomanagement: Aktiv ist schlechter als passiv (Robo-Advice)(12-2018)

Vermögensverwalter haben einige Argumente gegen Robo-Advisors. Eines der häufig gehörten heißt: In schwierigen Märkten machen aktive Portfoliomanager besseres Risikomanagement als regelbasierte Maschinen. Daher sollten Anleger besser Produkte von aktiven Managern verkaufen. Wenn sie schon einen Robo-Advisor für die Vermögensverwaltung nutzen, sollte die vom Robo-Advisor genutzten Portfolios von Menschen und nicht von Maschinen bzw. Regeln gemanagt werden.

[70] s. Lempérière/Deremble/Saeger/Potters/Bouchaud: Two Centuries of Trend Following und dort zitierte Literatur, 2014
[71] S. www.mebfaber.com.

Ich meine, dass passives bzw. regelgebundenes Risikomanagement besser als aktives „diskretionäres“ Risikomanagement sein kann.

Die folgenden Beispiele sind entweder schon von mir veröffentlicht worden oder basieren auf kostenlos öffentlich verfügbaren Daten und Tools. Daher werden unterschiedliche Beispiele für die verschiedenen Perioden genannt.

Pseudo-Optimierte Portfolios vom Robo-Advisor

Kurzer Hintergrund: Voll-automatisierte Robo-Advisors ermöglichen digitales Onboarding, bieten also die Möglichkeit online ein Depot zu eröffnen. Sie bieten außerdem Tools zur individuellen Risikoeinschätzung an. Auf dieser Basis berechnet der Robo-Advisor ein „optimales“ Portfolio für den Anleger. Dafür muss eine optimale Allokation zu Anlageklassen gefunden werden und ideale Instrumente zur Umsetzung, meistens Investmentfonds. Hinzu kommt die automatische Portfolioimplementierung im Depot des Anlegers inklusive der regelmäßigen Überprüfung und Umschichtung („Rebalanzierung“).

Inzwischen gibt es ganz unterschiedliche Typen von Robo-Advisors. Die typischen Robo-Advisors nutzen Optimierungsmodelle (siehe hier). Die Umsetzung erfolgt mit günstigen Indexfonds (ETFs, d.h. Exchange TradedFonds). Dieses Modell wird von den meisten unabhängigen und ETF-Anbietern verfolgt.

Traditionelle Anbieter sind nicht voll regelbasiert

Inzwischen bieten auch traditionelle Vermögensverwalter Robo-Advisors an. Diese nutzen für die Umsetzung aber oft relativ teure aktiv gemanagte Fonds. Da gilt zum Beispiel für Visualvest von der Union Investment der Volks- und Raiffeisenbanken oder Bevestor der Sparkassen. Robin von der deutschen Bank nutzt zwar ETFs, dafür werden die Allokation zu Assetklassen und das Risikomanagement „aktiv“.

Risikomanagement 2008: Aktiv Manager waren schlechter als passive Allokationen

Nach der Finanzkrise 2008 habe ich mich mit Kollegen intensiver mit dem Thema aktiv versus passiv beschäftigt. In unserem Diversifikationsbuch haben wir unter anderem festgestellt: Aktiv gemanagte Fonds sind schlechter durch die Krise gekommen, als einfache passive Allokationen. Sie haben im Schnitt höhere Verluste in der Krise gehabt und auch in guten Märkten nicht dauerhaft outperformt. So haben Manager mit Schwerpunkt Aktien Welt in 2008 3,5% mehr verloren als der MSCI Weltaktiendindex, Manager mit Scherpunkt Europalagen 1,7% unter dem Vergleichsindex und Manager mit Schwerpunkt USA 3,9% Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 142-145). Auch Misch- und Multiassetfonds haben in 2008 relativ hohe Verluste gehabt (ebenda S. 34).

Wir haben auch festgestellt, dass Optimierungen extrem stark von den genutzten Modellen, Restriktionen und Daten abhängen. Daher spreche ich gerne von Pseudooptimierungen. Einfache Regeln haben oft bessere Ergebnisse, aber auch niedriger Risikengeliefert, als komplexe Modelle (siehe Z.B. Söhnholz/Rieken/Kaiser im Abschnitt zu Naive Asset

Allokation S. 101-110). Aber natürlich funktionieren nicht alle einfachen Regeln. So sind von Privatkunden oft genutzte Stopp-Loss Regeln kritisch zu sehen (siehe hier). Das Hauptproblem mit solchen Ansätzen: Sie funktionieren zwar manchmal in Bezug auf einen rechtzeitigen Verkauf von Investments, geben aber keine guten Wiedereinstiegssignale. Damit bliebt die Gesamtrendite oft stark hinter anderen Portfolios zurück.

Risikomanagement 2000 bis 2002: Einfache Regeln hätten gut funktioniert

Interessenten können die Performance einzelner Fonds („Fund Performance"), die von Optimierungen („Portfolio Optimization") und einfachen Regeln (Backtest Asset Allocation" und „Timing Models") selbst prüfen (s. www.portfoliovisualizer.com). Leider sind diese Daten nur für in den USA zugelassene Fonds verfügbar, in US Dollar aufgeführt und inflationsbereinigt, was die Vergleichbarkeit mit deutschen Verhältnissen erschwert. Aber im nächsten Abschnitt stelle ich ein anderes kostenloses Tool für deutsche Anleger vor.

Hier ist ein Beispiel, wie einfache Regeln funktionieren können: Eine Allokation zu je einem Viertel in US Aktien, nicht-US Aktien, US Anleihen und nicht-US Anleihen (ohneUS Dollar Hedge) hätte in 2000 -4%, 2001 -5% und 2002 -2% und in 2008 -20% eingebracht. Die US-Aktienmärkte hätten in diesen Jahren -11%, -11%, -21% bzw. -31% gemacht. Eine einfache Trendfolgestrategie (mit der Moving Average Standardeinstellung auf www.portfoliovisualizer.com) auf den Vanguard 500 Index Investor Fund (VFINX) hätte in 2000 0%, 2001 +4%, 2002 -5% ergeben und in 2008 +2%.

Auch in anderen – besseren – Anlageperioden haben solche einfachen passiven Strategien nicht schlecht abgeschnitten. Das gilt vor allem dann, wenn man nicht nur auf die Renditen sondern auch auf Verluste und andere Risikomaße achtet.

Gutes aktives Risikomanagement ist schwer

Eine kostenlosen öffentlich verfügbaren Publikumsfondsdurchschnitt habe ich nicht gefunden. Mit den Fund Screener habe ich daher den ältesten Allocation Mutual Fund Vanguard Welling (VWELX) von 1929 zum Vergleich gewählt. Zusätzlich habe ich den größten „Allocation" Fonds mit Startdatum vor 2000 verglichen: American Balanced von American Funds von 1975 (ABALX).

Gerade Letztes ist nicht unbedingt typisch für durchschnittliche Performance, da die Größe des Fonds sich im Zweifel auch durch gute Vergangenheitsperformance erklären lässt. Auch der älteste Fonds ist nicht typisch, denn nur erfolgreiche Fonds überleben lange. Andere Fonds werden geschlossen oder fusioniert.

Wenn man nur die durchschnittliche Performance der vier analysierten schlechten Jahre nimmt, wäre Trendfolge am besten gewesen. Die beiden aktiven Fonds wären in 2000-2002 besser als die passive Allokation zu Aktien und Anleihen gewesen. Aber sie hätten in den beiden schlechtesten Aktienjahren 2002 und 2008 höhere Verluste ausgewiesen.

Risikomanagement 2018: Aktive Manager mit höheren Verlusten als passive Ansätze

Ähnliches zeigt sich in 2018. Das kann man feststellen, wenn man unter http://www.morningstar.de unter „Tools“ die Kategorierenditen von aktiv gemanagten Fonds analysiert. So haben flexible Mischfonds EUR bis zum 20.12. im Schnitt fast 8% Verlust gemacht. Ein 50/50 ETF-Portfolio hätte nur -2% Verlust eingebracht (siehe „Vergleichsportfolio“ auf www.diversifikator.com).

Auch die fünf stabil allokierten Multi-Asset Fonds von Diversifikator haben im Jahr 2018 weniger verloren als ein durchschnittlicher Mischfonds. Und das sogar, obwohl sie teilweise relativ hohe Allokationen zu den in 2018 nicht besonders gut gelaufenen Listed Alternatives hatten.

Auch einfache Trendfolge hat gut funktioniert, wie man z.B. an den beiden Trendfolgeportfolios von Diversifikator sieht. Bis zum 21.12. hatten das Weltmarktportfolio Basis Trend und das ESG ETF Portfolio Trend nach Kosten von 1% p.a. ebenfalls nur 2-3% verloren (www.diversifikator.com, zu dem Konzept der Trendfolgestrategien auch hier).

Gute Beratung ist wichtiger als aktives Portfolio- bzw. Risikomanagement

Passive Allokationen mit aktivem Portfoliomanagement zu schlagen, ist also schwer. Einfaches Risikomanagement in Form von naiver, also gleichgewichteter Diversifikation über verschiedenen Anlageklassen ist auch risikomäßig gar nicht schlecht. Noch besser funktioniert eine einfache Trendfolgestrategie, zumindest in Aktienmarktkrisen.

Ich erwarte daher, dass die Robo-Advisors, die solche Strategien nutzen, künftig erfolgreich sein werden. Ich erwarte aber vor allem, dass Anleger merken werden, dass aktives Portfoliomanagement auch in Krisenzeiten keinen Mehrwert liefert. Zwar wird es immer Fonds geben, die outperformen. Allerdings weiß ich nicht, wie man solche Fonds vorab verlässlich identifiziert.

Auch Morningstar nennt „nur“ niedrige Kosten und hohes Eigeninvestment von Managern als einigermaßen verlässliche Indikatoren. Niedrige Kosten findet man aber vor allem bei passiven Fonds (ETFs).

Es gibt wichtigere Aufgaben für Vermögensverwalter

Dadurch werden Vermögensverwalter aber nicht überflüssig. Sie sollten sich auf Anlegerberatung konzentrieren. So ist ziemlich klar, dass Anleger durch falsches Timing besonders hohe Opportunitätskosten haben. Dem kann man mit guter Finanzplanung und sogenanntem Behavioral Coaching entgegenwirken. Allerdings ist bisher noch unklar, ob Berater viel besseres Timing haben als Anleger (siehe z.B. dieser Beitrag).

Daran müssen sie wohl noch arbeiten. Vermögensverwalter haben aber künftig auch mit der künftig wohl verpflichtenden Beratung in Bezug auf nachhaltige Anlagen zu tun. Daraus ergibt sich auch eine Beratung bei der Auswahl von Portfolios. Dazu kommen weiterhin Steuer- und Erbschaftsberatungen und die effiziente Umsetzung von Portfolios sowie gutes Reporting (zu hybriden Kombinationen mit Robo-Advice siehe auch hier).

IMMOBILIENAKTIEN UND REITS WERDEN ZU UNRECHT VERNACHLÄSSIGT (8-2014)

Immobilienaktien? Damit verband man in der Vergangenheit keine guten Nachrichten, wenn man an IVG, oder Immofinanz und Meinl denkt. REITs, also Real Estate Investment Trusts, sind in Deutschland bis vor kurzem auch nicht populär gewesen. Und in der Krise 2008 haben Immobilienaktien besonders stark verloren. Das sagen viele Aktienspezialisten, wenn man sie zu dem Thema anspricht. Und Immobilienprofis halten von solchen Aktien oder auch REITs meist auch nicht besonders viel, denn das sind ja Aktien und keine physischen Immobilien. Resultat: Es gibt nur noch ganz wenige in Deutschland aktiv angebotene und erst recht hier gemanagte Immobilienaktienfonds.

Man kann darüber streiten, ob jetzt ein guter Zeitpunkt für den Einstieg in Immobilienmärkte ist. Auch dafür gilt: Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen (unbekannter Verfasser). Die Frage ist eher, wie man seine Immobilienallokation am besten ausbauen kann, wenn man das denn möchte. Börsennotierte Immobilienaktien bzw. REITs haben einige Vorteile: Sie sind täglich liquide, sie sind in sich diversifiziert, da börsennotierte Immobilienunternehmen in unterschiedliche Immobilien investieren, und man kann mit kleinen Summen einsteigen. REITs haben zusätzlich den Vorteil, dass sie steuerbefreit sind, dafür aber praktisch alle Gewinne ausschütten müssen, was aus Anlegersicht ebenfalls attraktiv sein kann.

Sind Immobilienaktien aber wirklich ein effizienter Zugang zur Anlageklasse Immobilien oder nur branchenspezifische Aktien? Finanztechnisch ist die Korrelation mit bzw. das Beta zu breiten Aktienindizes zwar nennenswert, aber nicht sehr hoch. Von Immobilien erwartet man aber geringe Schwankungsanfälligkeit (Volatilitäten) und geringe Verluste. Damit können Immobilienaktien meist nicht dienen. Sie sind also anders als typische deutsche Immobilieninvestments. Internationale Immobilien zeichnen sich allerdings oft durch höhere Schwankungen und Verlustrisiken aber auch höhere Gewinnchancen als deutsche Immobilien aus.

Eine detaillierte Studie von renommierten Forschern[72] hat – anders als andere Studien vorher - Äpfel mit Äpfeln vergleichen: Direkte Büro- und Wohnungsinvestments in den USA und Großbritannien mit vergleichbaren REITs. Resultat: Zumindest mittelfristig gibt es große Ähnlichkeiten bei den Risiken zwischen Direktinvestments und REITs. REITs haben aber tendenziell bessere Renditen. Auch dafür gibt es eine mögliche Erklärung: REITs können sich sehr effizient refinanzieren. Dadurch sind sie sehr flexibel. Sie stehen auch unter ständiger Beobachtung von Analysten. Das führt tendenziell dazu, dass sie über besonders gute Immobilienportfolios verfügen.

Fazit: Internationale Immobilienaktien und REITs können ein sehr interessanter Zugang zu Immobilien sein.

[72] Hoesli/Oikarinen vom Swiss Finance Institute siehe https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2348591

IMMOBILIEN AUCH LONG/SHORT, MIT OVERLAYS UND NACH ESG-KRITERIEN (12-2017)

Immobilien gelten als besonders sichere Anlageklasse. Sichere Anlagen erzielen normalerweise nur moderate Renditen. In den letzten Jahren konnte man mit Immobilien aber viel Geld verdienen. Immobilien gelten auch als gute Diversifikatoren für Anlageportfolios. Wie man in der letzten Finanzkrise feststellen konnte, sind Immobilien aber nicht immer besonders sicher und auch nicht immer gute Diversifikatoren.

Viele Investmentmöglichkeiten, auch Long/Short oder mit Overlay

Es gibt sehr viele Anlagemöglichkeiten in Bezug auf Immobilien: Direkte Immobilienanlagen, Immobilienaktien und Real Estate Investment Trusts (REITs), Exchange Traded Fonds (ETFs), offene und geschlossene Fonds und sogar Immobilienhedgefonds. Unterscheiden kann man auch nach Ländern bzw. Regionen und Immobiliensegmenten. So gelten deutsche Immobilien typischerweise als besonders sicher. Und Immobilien mit relativ hohen Betreiber- oder Mieterrisiken wie Hotels und Industrieimmobilien müssen diese Risiken typischerweise durch höhere Renditeerwartungen kompensieren.

Kurzfristig können sich verschiedene Anlageformen sehr unterschiedlich entwickeln. Langfristig sind sie bei ähnlichem Inhalt aber durchaus vergleichbar. So zeigen Studien, dass Wohn- und Büro-Immobilienaktien ähnliche Risiken und Renditen aufweisen können wie vergleichbar diversifizierte direkte Immobilienanlagen (Immobilienaktien und REITs: zu Unrecht ungeliebt[73]).

Lieber illiquide oder volatil?

Nach klassischen Maßstäben sind Immobilienaktien und REITs dagegen sehr viel riskanter als geschlossene bzw. offene deutsche Immobilienfonds, denn Aktien bzw. REITs weisen oft eine relativ hohe Volatilität aus. Eine hohe Volatilität bzw. Kursschwankungen sind aber aus Anlegersicht nicht schlimm, solange gute Renditen erwirtschaftet werden.

Direktimmobilien, offene deutsche und geschlossene Fonds werden meist nur ein Mal pro Jahr bewertet. Die Immobiliengutachter orientieren sich dabei oft an den vorherigen Gutachten und den erwarteten Mieteinnahmen, die oft ziemlich stabil sind. Außerdem haben offene deutsche Immobilienfonds oft hohe Cashquoten, die zur Stabilität beitragen. Bei permanent bewerteten Aktien spielen kurzfristig oft ganz andere Aspekte – wie zum Beispiel die Stimmung am Aktienmarkt – eine Rolle und können daher zu recht hohen Schwankungen führen.

Untersuchungen zeigen, dass Immobilienaktien und REITs in der Vergangenheit eher bessere Renditen als geschlossene und offene Immobilienfonds erwirtschaftet haben. Außerdem können liquide Instrumente im Krisenfall sehr schnell verkauft werden. Das macht sie „sicherer“ als illiquide Anlagen, die gerade in Krisenzeiten nicht schnell bzw. nur mit hohen Abschlägen verkauft werden können.

[73] http://prof-soehnholz.com/immobilienaktien-reits-diversifikation-anlageklasse/

Eine konzeptionelle Ausnahme bilden Immobilienhedgefonds, die auch Leerverkäufe nutzen können, also von sinkenden Immobilienaktienkursen profitieren können, und die z.B. Aktienderivate einsetzen können um die Aktienrisiken ihrer Portfolios zu steuern. Dadurch sind solche Fonds oft nur wenig von allgemeinen Aktienmarktentwicklungen abhängig, d.h. relativ schwankungsarm aber auch recht liquide. Allerdings gibt es nur wenige solcher Fonds, die sich bisher auch in Immobilienkrisen gut entwickelt haben.

Aber man kann grundsätzlich von diesen Fonds lernen: Die partielle Absicherung von Risiken von Immobilienaktienanlagen durch klassische Aktienderivate ist eine attraktive Möglichkeit, die aber kaum verbreitet ist.

Gute Prognosefähigkeit oder breite Streuung?

Einzelne Immobilienaktien bzw. REITs, geschlossene aber auch offene deutsche Immobilienfonds sind oft wenig diversifiziert. Wenn man keine guten Prognosefähigkeiten in Bezug auf einzelne Immobilien bzw. -märkte hat bzw. nicht genug attraktive Investmentmöglichkeiten findet, bieten sich aber eher breit gestreute Investments an. Das spricht für ein Portfolio aus Immobilienaktien bzw. REITs oder Fonds. Allerdings gibt es nur wenige krisenbewährte diversifizierte Immobilienfonds. Bisher sind auch erst relativ wenige ETFs verfügbar, die zusätzlich die Managerrisiken von solchen Fonds reduzieren können.

Nachhaltigkeit über Aktien

Nachhaltigkeit als vierte Dimension neben Rendite, Risiko und Liquidität des nunmehr magischen Vierecks ist fast nur mit Immobilienaktien und REITs diversifiziert umsetzbar. Zwar gibt es vereinzelte nachhaltige Immobilien aber erst wenige attraktive und diversifizierte nachhaltige klassische Immobilienfonds. Immobilienaktien und REITs investieren zwar auch überwiegend in traditionelle Immobilien, aber zumindest die Aktiengesellschaften selbst können in Bezug auf ihre ökologischen, sozialen und Unternehmensführungsqualitäten beurteilt werden. Daher gibt es seit kurzem nachhaltige Immobilienaktien- bzw. REIT Fonds (s. Erstes konsequent verantwortungsvolles ESG-Portfolio aus Immobilienaktien[74]).

Zum Schluss ein paar Zahlen: Der MSCI World Real Estate Index enthält über 100 Wertpapiere aus mehr als 20 Ländern und sehr unterschiedlichen Immobilienmarktsegmenten. Die hohen Verluste von etwa 70% von 2007 bis Anfang 2009 wurden bis 2013 komplett aufgeholt. Die jährliche Rendite beträgt 6,9% p.a. seit 1994 wenn man die Rückrechnung bis 1999 berücksichtigt, 2,6% p.a. über zehn Jahre und 7,8% p.a. über 5 Jahre (Stand Ende September 2017). Globale offene Immobilienfonds haben sehr viel schlechtere Renditen gehabt.

Die Diversifikator GmbH hat Anfang 2017 ein passives und nur auf ESG-Selektionskriterien („Pure ESG“) Environment, Social, Governance Immobilienaktien und REIT Portfolio gestartet. Das ist bis Ende Dezember um 7,4% gestiegen ist und hat in der Rückrechnung ab 2008 6,2% p.a. eingebracht (Vergleich: SPDR Dow Jones Global Real Estate ETF -0,3; beides Stand 23.12.2017).

[74] http://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/

Hinweis: Dieser Beitrag wurde in ähnlicher Form zuerst veröffentlicht als „Immobilien in der Kapitalanlage: Mythen, alternative und verantwortungsvolle Ansätze“ in Exxecnews vom 6.11.2017, S. 7

Infrastruktur-Aktien sind ein guter Zugang zu einer attraktiven Anlageklasse (8-2014)

Infrastruktur ist eine sehr attraktive Anlageklasse: Jedes Land braucht Straßen, Schienen, Wasserwege, Stromtrassen, Gasleitungen, Telekommunikationsnetze etc.. Der Aufbau und Erhalt solcher Infrastruktur ist enorm teuer. Früher wurde das mit öffentlichen Mitteln das finanziert. Heute wird oft privates Kapital gesucht, weil es den meisten Staaten an Geld fehlt.

Institutionelle Investoren beschäftigen sich schon länger mit dem Thema Infrastruktur. Aber selbst sehr große institutionelle Investoren können es sich nicht leisten, ein nach Ländern und Infrastruktur-Segmenten diversifiziertes Portfolio von Mehrheits- (Kontroll-)investitionen aufzubauen. Und Kontrolle ist bei Infrastrukturprojekten sehr wichtig, wie man am neuen Berliner Flughafen und anderen Großprojekten sieht. Institutionelle Investoren beteiligen sich daher meist indirekt an sogenannten geschlossenen Infrastrukturfonds oder auch Dachfonds.

Eine andere Art der indirekten Investition ist der Kauf von Aktien von börsengelisteten Infrastrukturunternehmen. Davon gibt es weltweit laut Branchenklassifikationen knapp 2000. Etwa 300 dieser Unternehmen machen dabei den wesentlichen Teil ihres Geschäftes im sogenannten Kern-Infrastrukturbereich, also mit Transport-, Energie-, Wasser- und Telekommunikations-Netzen. Diese Unternehmen sind in der Regel hoch kapitalisiert (Large Caps) und ihre Aktien sind sehr liquide.

Es gibt einige Infrastrukturindizes und ETFs, die allerdings recht unterschiedliche Renditen aufweisen. Das erklärt sich vor allem aus unterschiedlichen Definitionen von Infrastruktur. Nur wenige Indizes fokussieren ausschließlich auf Kern-Infrastruktur, also monopolartige Investment mit meist hohen und stabilen Ausschüttungen. Die meisten Indizes beinhalten auch klassische Energieerzeuger (Utilities), die eher volatile Ergebnisse und Ausschüttungen haben.

Besonders die Indizes mit Fokus auf Kern-Infrastruktur zeigen sehr attraktive Rendite- und Risikocharakteristika, die sich deutlich von breiten Aktienindizes unterscheiden. Zugang zu Infrastruktur kann also durchaus in Form von Aktieninvestments erfolgen und bringt auch Diversifikationspotentiale für Portfolios mit sich. So wird das z.B. auch von Towers Watson eingeschätzt, einem der renommierten internationalen Investmentconsultant für institutionelle Anleger. Wahrscheinlich dauert es aber – wie oft bei neuen Entwicklungen – ein paar Jahre, bis auch deutsche Investoren die Attraktivität von Infrastrukturaktien erkennen.

AUCH PRIVATKUNDEN SOLLTEN IN INFRASTRUKTUR INVESTIEREN (2-2015)

Private Investments in Infrastruktur werden oft kritisch gesehen[75]. Das Hauptargument lautet: Der Staat kann sich zurzeit sehr günstig verschulden und somit Geld zum Nulltarif leihen. Wenn Infrastrukturinvestments so attraktiv sind, dass sich private Geldgeber dafür finden, dann sollte lieber der Staat weiter Schulden aufnehmen, um diese attraktiven Renditen selbst zu erreichen. Müsste der Staat dann aber mit dem gleichen Argument nicht auch Immobilien auf Kredit kaufen oder Aktien?

Fakt ist, dass der deutsche Staat bereits sehr hoch verschuldet ist. Die Schuldenbremse kann derzeit nur eingehalten werden, weil die Kreditzinsen so niedrig sind. Wenn die Zinsen steigen, werden Staatshaushalte sehr stark mit Zinszahlungen belastet sein. Außerdem werden die Staatsschulden künftig eher noch höher sein, da auch die staatlichen Ausgaben für die Altersvorsorge weiter steigen werden. Die Menschen leben heute zum Glück immer länger und die sinkende Zahl von Rentenbeitragszahlern im Vergleich zu Rentenempfängern wird die Staatshaushalte aufgrund der demografischen Entwicklung weiter belasten.

Die private Altersvorsorge wird also wichtiger. Um diese sicher zu stellen, müssen deutsche Altersversorger bzw. Versicherungen über attraktive Kapitalanlagen verfügen. In den vergangenen Jahren sind Versicherungen mit ihren Anlagen, die zu einem hohen Teil aus deutschen Staatsanleihen, Länderanleihen und kommunalen Pfandbriefen bestehen, recht gut gefahren. Bei den aktuell niedrigen und teilweise sogar negativen Verzinsungen gerät die Kapitalanlage von Altersversorgern und damit die private Altersvorsorge insgesamt aber unter Druck.

Versicherungen und andere Altersversorger müssen aber auch künftig zu einem erheblichen Teil in niedrig-rentierlichen Anlagen investieren. Dazu werden sie durch staatliche Vorgaben (Stichwort „Solvency-Regeln“) praktisch gezwungen. So müssen z.B. Infrastrukturinvestments von Versicherungen mit sehr viel Eigenkapital unterlegt werden, als Staatsanleihen, was die Kosten solcher Investments aus Versicherungssicht enorm erhöht. Wenn diese Regeln nicht gelten würden, würde es für den Staat wahrscheinlich sehr viel teurer, sich zu verschulden. Heute verzichten also die Versicherungen und damit die private Altersvorsorge aufgrund staatlicher Vorgaben auf potentielle Kapitalerträge in riesigem Umfang.

Anlagen in gute Infrastruktur sind – ähnlich wie Anlagen in gute Immobilien oder gute nicht-börsennotierte Unternehmen[76] – grundsätzlich attraktiv für Versicherungen. Solche Anlagen sind allerdings oft auch illiquide. Bei illiquiden Anlagen ist besonders auf die Risiken zu achten. Insbesondere politische und Währungsrisiken sind bei illiquiden Anlagen wichtiger als bei liquiden Anlagen, die man bei „Gefahr“ schnell verkaufen kann.

[75] S. z.B. Stichwort „Autobahnraub“ im Blog des renommierten Wirtschaftsjournalisten Norbert Häring (www.norberthaering.de); anders Klaus Stratmann im Handelsblatt vom 25.8.2014: „Versicherer wollen ins Verkehrsnetz investieren“

[76] Private Equity

Infrastruktur, Immobilien und auch Private Equity in Deutschland haben für deutsche Anleger keine Währungsrisiken und sollten recht geringe politische Risiken im Vergleich zu solchen langfristigen illiquiden Anlagen in vielen anderen Ländern haben. Für Anleger aus anderen Währungsräumen sind die Währungsrisiken für Anlagen in Deutschland aber nennenswert. Im Euro-Raum gibt es aber auf absehbare Zeit wohl nicht sehr viele potentielle private Großinvestoren für illiquide Assets. Bürger und Politiker sollten deshalb froh sein, wenn deutsche Versicherungen ihre illiquiden Investments in Deutschland tätigen wollen.

Der Staat muss monopolartige Strukturen – wie sie in vielen Infrastruktursegmenten vorkommen – weiter überwachen, z.B. die Preise für die Nutzung und auch die Qualität der Infrastruktur. Der Staat sollte auch nicht für die Fehler privater „Infrastrukturbauer" bzw. Betreiber haften, sondern private Investoren müssen die Ausfallrisiken ihrer Investments übernehmen. Für die Übernahme von Risiken müssen diese privaten Parteien aber auch adäquate Renditen erzielen können.

Wenn der Staat schon so billig an Geld kommt und das investieren möchte, dann sollte er sich auf Investitionen konzentrieren, die private Investoren nicht interessieren, aber die für die Gesellschaft wichtig sind. Dafür kann z.B. der soziale Wohnungsbau genannt werden. Dieses Beispiel ist möglicherweise aber auch nicht viel besser als das der Autobahnfinanzierung. Vielleicht ist es für alle Parteien besser, wenn der Staat bedürftigen Bürgen Wohnzuschüsse gibt statt selbst direkt in den Immobilienmarkt eingreift.

Last but not least: Wenn Bürgern private Autobahnen zu teuer werden, können sie immerhin noch auf einige alternative Straßen oder Verkehrsmittel ausweichen. Steuerzahler können zusätzlichen Staatsschulden und damit in der Regel einhergehenden Steuererhöhungen aber nicht legal entkommen.

Infrastruktur-Trusts als neues Anlagevehikel (3-2015)

Der Aufbau eines diversifizierten Infrastruktur-Portfolios ist sogar für Großinvestoren schwierig, wenn sie sich auf Direktanlagen und geschlossene Fonds fokussieren. Dachfonds aus geschlossenen Fonds ermöglichen zwar eine gute Diversifikation, sind aber meist sehr teuer. Infrastrukturaktien bzw. Fonds mit Fokus auf Infrastrukturaktien sind eine liquide und relativ kostengünstige Alternative. In Deutschland gibt es aber nur wenige typische Infrastrukturaktien wie Fraport oder den Hamburger Hafen. In den deutschsprachigen Nachbarländern kommen noch die Flughäfen Wien und Zürich hinzu, aber das war es denn auch schon fast an „echten" Infrastrukturaktien.

Auch Deutschland ist aufgrund seiner hohen Verschuldung und den großen benötigten Investitionen zum Qualitätserhalt bzw. Aus- oder Neubau von Infrastruktur an privaten Infrastruktur-Investoren interessiert. Großinvestoren können künftig möglicherweise direkt Infrastruktur investieren. Aber was ist mit Kleininvestoren? Dazu bietet sich an, eine oder mehrere Aktiengesellschaften zu schaffen, die in Infrastruktur investieren. Die Aktien der Gesellschaften können dann von allen Arten von Investoren gekauft werden, auch von Kleinanlegern. Aktien bieten sich an, weil sie börsennotiert werden können, was zu Liquidität führen sollte. Außerdem unterliegen Aktien einer strengen Regulierung und hoher Transparenz.

Der Staat würde Infrastruktur direkt oder die Rechte zum Infrastrukturbetrieb an solche Aktiengesellschaften verkaufen können. Beispiel: Nicht die Autobahn wird verkauft sondern „nur“ das Recht auf laufende Einnahmen vom Staat zur Unterhaltung und zum Ausbau der Autobahn und/oder das Recht, Gebühren für die Nutzung der Autobahn zu nehmen. Dafür hat der private Investor die Plicht zum Erhalt und Ausbau der Autobahn.

Sowohl „der Staat“ als auch die Aktionäre haben ein hohes Interesse an einem guten Management der Aktiengesellschaft. Mit der in vielen Ländern existierenden REIT-Struktur[77] gibt es ein gutes Vorbild für eine Infrastruktur-Aktiengesellschaft, die im Folgenden als Infra-Investment-Trust oder Infra-Trust bezeichnet werden. REITs sind stark beschränkte Aktiengesellschaften, die nur in klar definierte Immobilien bzw. Immobilienprojekte investieren dürfen. Sie müssen den ganz überwiegenden Teil (meist 90%) ihrer Gewinne an die Aktionäre ausschütten und haben Kreditaufnahmebeschränkungen.

Wenn vorzugsweise Infrastruktur erworben/betrieben wird, kann ein solcher Infra-Trust aufsichtsrechtlich als Immobilieninvestment gelten und damit geringeren Eigenkapitalpflichten unterliegen als Infrastruktur unter dem aktuellen Versicherungsvorgaben nach Solvency II. Die Notwendigkeit, schwankende Aktienkurse auch in den Versicherungsbüchern widerzuspiegeln, kann durch die Klassifikation als Anlagevermögen vermieden werden. Damit wäre allen geholfen.

Internationales Implementierungs-Vorbild kann auch die Master Limited Partnership (MLP) mit ihrem Fokus auf Energieproduktion sein. Vielleicht kann man für einzelne Infrastrukturprojekte auch die bisher wenig erfolgreiche deutsche SPAC-Struktur („Special Purpose Acquisition Vehicle“) nutzen.

In den USA, die eine besonders lange REIT Erfahrung haben, gelten REITs als besonders gute Immobilieninvestoren mit besonders guten Immobilienportfolios. Außerdem gelten sie als Aktien mit besonders guter Unternehmensführung („Governance“), zumindest im Vergleich zu klassischen Immobilienaktien, was unter anderem auf die Pflicht zur hohen Gewinnausschüttung zurückgeführt wird. REITs sind auf Unternehmensebene weitgehend steuerbefreit, Anleger müssen ihre Dividenden und Aktiengewinne jedoch versteuern.

Es gibt gute Argumente dafür, ein solches Modell auch für Infrastrukturfinanzierungen zu nutzen. Ähnlich wie bei Immobilien sollen private Investitionen gefördert werden. Wenn der Infra-Trust dem Staat Infrastruktur bzw. Infrastruktur-Rechte abkauft bzw. neue Infrastruktur bauen soll, braucht er viel Geld. Es macht wenig Sinn, wenn von 100 Euro Investmentvolumen die im Zweifel sowieso an den Infrastruktur-Verkäufer „Staat“ gezahlt werden, noch Steuern abgezogen werden, die dann nicht mehr für Investments zur Verfügung stehen. Gewinne, die weitestgehend ausgeschüttet werden müssen, müssen aber vom Anleger versteuert werden.

Die Definition der zulässigen Infrastruktur ist schwierig. Nicht jeder versteht darunter das Gleiche, wie die teilweise sehr unterschiedlich zusammengesetzten Infrastruktur-Aktienindizes zeigen. Man sollte sich aber relativ schnell darauf einigen können, dass alles,

[77] REIT steht für Real Estate Investment Trust

was bisher an Netzen und Knoten (Energie, Transport, Wasser, Telekommunikation) vom „Staat“ finanziert wurde, grundsätzlich dazu zählt. Nicht dazu gerechnet werden danach mit Infrastruktur verbundene Services.

Als weiteres Kriterium kann man den grundsätzlich öffentlichen Zugang zu Infrastruktur nennen, der zwar bezahlpflichtig sein kann, aber einzelnen Nutzern nicht ohne zwingenden Grund verweigert werden kann. So sollten gerade die sehr umwelt-beeinflussenden Netze von Gasröhren, Stromleitungen und Transportwege und die „Knoten“ wie Flughäfen und Häfen gelten.

Bei Telekommunikations-Satelliten sind da schon eher Fragen angebracht. Anders ausgedrückt: Wenn es eine geringen Umweltbeeinflussung und einen freien funktionierenden privatwirtschaftlichen Wettbewerb gibt, z.B. auch durch alternative Technologien wie Strom/Gas/Sonne/Wind etc. bei der Energieproduktion, ist die Zulässigkeit für steuerbefreite Infra-Trusts kritisch zu hinterfragen. Ähnliches gilt auch für zahlreiche soziale Einrichtungen wie Krankenhäuser und Universitäten, die ebenfalls bereits einem privaten Wettbewerb ausgesetzt sind. Hierzu ist sicher noch Einiges an Diskussion vonnöten

EINE MULTI-FAKTORALLOKATION IST NICHT BESSER ALS EINE ALLOKATION NACH ANLAGEKLASSEN (2-2015)

Das Grundproblem einer faktorbasierten Allokation (Faktorallokation) ist dem der Assetklassen-Diversifikation sehr ähnlich: Es gibt keinen Konsens darüber, welche Assetklassen bzw. Faktoren die Basis der Allokation sein sollten. Ebenso wie unter einer Assetklasse kann Vieles als „Faktor“ verstanden werden. Grundsätzlich ist damit eine Variable gemeint, die einen systematischen Einfluss auf Renditen oder Risiken von Kapitalanlagen hat.

Je nach Definition kann es sehr wenige oder sehr wenige potentielle Faktoren geben. Die Anzahl hängt davon ab, ob man nur solche Faktoren betrachtet, die angeblich eine Outperformance gegenüber klassischen Indizes generieren, oder ob man alle Faktoren in Betracht zieht, welche grundsätzlich Portfoliorenditen und –risiken beeinflussen können. Meist wird über Faktoren diskutiert, die höhere Renditen als die jeweiligen Benchmarks bringen sollen. Für Investoren sind aber auch solche Faktoren interessant, die Risiken senken können.

Am wichtigsten für Bestandsportfolios ist aber zunächst eine Faktoranalyse, also die Transparenz über Faktorabhängigkeiten von Portfolios. Erst wenn man diese Transparenz hat, kann man geeignete Maßnahmen zur Verbesserung von Portfolios ergreifen.

Der „älteste“ und meist verwendete Rendite-Faktor ist das sogenannte Beta bzw. der Marktfaktor[78]. Mit diesem Beta versucht man, den systematischen und damit oft den größten Teil der Rendite von Wertpapieren zu erklären. Der „unerklärte“ Rest der Rendite ist das famose „Alpha“. Aktive Fondsmanager streben nach Outperformance von Indizes bzw. positivem Alpha.

[78] siehe CAPM Capital Asset Pricing Modell

Im Fama-French 3-Faktor Modell wurden Unternehmensgröße („Size“, mit der Annahmen dass kleiner besser ist als größer) und Wert („Value“, mit er Annahme dass das besser ist als das sogenannte „Growth“/Wachstum) als zusätzliche Faktoren eingeführt. Small und Value galten gegenüber Large und Growth als „positive“ Faktoren, mit denen es gelingen sollte, Überrenditen zu erwirtschaften. Carhart fügte Momentum als vierten Faktor hinzu, der ebenfalls als positiver Faktor betrachtet wurde. In 2013 führen Fama und French mit Profitabilität und Investment weitere Faktoren ein[79]. Andere nennen als zusätzliche „positive“ Faktoren Qualität, Yield, Illiquidität und Low-Volatility[80].

Inzwischen bezweifeln zahlreiche Wissenschaftler aber auch Praktiker, dass der Faktor Size heute (noch) positiv ist. In der Tat hat Small Cap lange Perioden von Underperformance gehabt. Einige ältere Studien sind angreifbar wegen des sogenannten „Survivorship Bias“ und andere Untersuchungen erklären einen Großteil vergangener Outperformance mit Illiquiditätsprämien oder Rebalancing-Effekten.

Die bisher genannten Faktoren beziehen sich fast ausschließlich auf Aktien. Andere systematische Risikofaktoren bzw. Risiken, die als wichtige Faktoren für Asset-Allokationen genannt werden, sind volkswirtschaftlicher Natur wie Konjunktur-, Zins- und Währungsrisiken aber auch demografische Risiken. Außerdem gibt es politische Risiken wie Kriege und rechtliche Risiken wie Regulierung bis hin zu Enteignungen. Und es gibt Natur(katastrophen-)risiken, marktsegmentspezifische Risiken wie Immobilienrisiken, Gegenpartei-Risiken, Kapitalstrukturrisiken (inklusive Liability-Risiken, also Risiken, die aus Zahlungsverpflichtungen resultieren), Liquiditäts- und operative und sicher noch einige andere Risiken. Man kann versuchen, einige diese Risiken als Faktoren für eine Assetallokation zu nutzen, z.B. in dem man Investments sucht, mit denen man an bestimmten Zinsänderungen oder Wechselkursentwicklung partizipieren kann bzw. unerwünschte Risiken möglichst vermeiden kann.

Allokationen über Assetklassen bzw. Faktoren gehen von möglichst großer Unabhängigkeit der Klassen bzw. Faktoren voneinander aus, um bestmögliche Diversifikationseffekte zu erreichen. In Bezug auf Faktoren gibt es zum Beispiel interessante Diskussionen, ob Investment und Profitabilität den von zahlreichen Faktoranhängern genutzten Volatilitätsfaktor ersetzen können[81]. Hinzu kommt eine weitere Schwierigkeit bei der Umsetzung in Portfolios: Wenn man keine klare Richtung annimmt wie „Low Volatility sollte man immer Long sein“, braucht man Indikatoren, die künftige positive oder negative Entwicklungen der Indikatoren anzeigen. Es ist nicht einfach, gute solche (Timing-)Indikatoren für die zahlreichen Faktoren zu finden.

Die Nutzung von Faktoren zur Portfolio-Analyse, die sogenannte Faktoranalyse, ist weniger umstritten als die Faktor-Allokation. Klassisch diversifiziert man seine Anlagen über die Anlageklassen Aktien, Anleihen, Rohstoffe etc.. Ross hat mit der Arbitrage Pricing Theory wohl die Grundlagen für die zunächst lineare Faktoranalyse gelegt. Gute

[79] s. Fama/French: Average Returns, BM, Profitability and Growth, in Dimensional Quarterly Review 2013; dazu siehe auch Hu/Xue/Zhang. Digesting Anomalies: An Investing Approach, Working Paper, Ohio State University, 2012
[80] siehe Bender et al., Foundations of Factor Investing, MSCI 2013
[81] s. Hue/Xue/Zhang 2012

Hedgefondsanalysten arbeiten schon seit Jahren mit Faktoranalysen, die auch auf nichtlinearen Zusammenhängen beruhen können. Mit einer faktorbasierten Analyse kann man einfach feststellen, dass z.B. auch Anleihen – gerade Unternehmensanleihen – und Rohstoffe von ähnlichen Faktoren abhängen können wie Aktien. Auch in der sogenannten Königsklasse der Investments, den Hedgefonds, stellt man oft zahlreiche, allerdings vielfach nicht-lineare Abhängigkeiten von systematischen „Alternative Betas" fest und nur wenig Rest-Alpha.

Da es, abgesehen von einigen aktienspezifischen, bisher nur wenige effiziente bzw. kostengünstige faktorspezifische Investmentprodukte gibt, bietet sich ein anderes Vorgehen an, nämlich die Kombination von klassischer Assetklassen-Diversifikation mit Faktoranalysen. Faktoranalysen kann man dabei vor allem für die Abgrenzung und Gewichtung von Assetklassen nutzen mit dem Ziel, sogenannte Klumpenrisiken bzw. zu hohe Risikokonzentrationen zu reduzieren.

Fazit: Ebenso wie in Bezug auf Assetklassen ist es nicht einfach, klar voneinander abgrenzbare Faktoren zu finden, und noch weniger solche, die dauerhaft outperformen. Auch dauerhafte Underperformance von Faktoren ist interessant, wenn man die Möglichkeit hat, Short zu gehen bzw. bei Verlusten der Anlageklasse bzw. des Faktor zu „gewinnen". Aber selbst wenn man attraktive Faktoren für die Diversifikation eines Portfolios findet, kann man diese nicht einfach „kaufen". Einige – meist aktienbasierte – Smart Beta Produkte können zwar für „Renditefaktoreninvestments" genutzt werden, aber für viele der oben genannten Faktoren gibt es aber (noch) keine Investmentprodukte. Assetklassen-spezifische Produkte gibt es jedoch in großem Umfang z.B. in Form von kostengünstigen ETFs, so dass eine Assetklassendiversifikation mit Unterstützung von Faktoranalysen effizient umsetzbar ist.

MANAGER- UND FONDSSELEKTION

5 EINSTIEGSFRAGEN BEI DER FONDSSELEKTION (10-2014)

1) Sind Sie mit Rendite und Risiko ihrer Kapitalanlagen zufrieden? Falls ja, Gratulation. Falls nein, gehen Sie weiter zu Frage 2.

2) Machen Sie die Asset-Allokation, Benchmark- bzw. Indexselektion, Titelselektion, Titelgewichtung, Rebalancing, Implementierung sowie Risikomanagement alles selbst? Falls ja, gehen Sie zu einer günstigen Trading/Investment-Abwicklungsplattform. Falls nein, gehen Sie zu Frage 3.

3) Ziehen Sie regelbasiertes oder sogenanntes diskretionäres Portfoliomanagement vor? Wenn Sie diskretionäres Management vorziehen, selektieren Sie einen Manager/Anbieter, den/die Sie als künftigen Star sehen. Aber bitte bedenken Sie: Vergangene Performance ist oft kein guter Indikator für künftige Performance und nur sehr wenige Manager schlagen ihre Benchmarks über mehrere Perioden. Wenn sie es wie viele andere machen wollen, selektieren Sie den Manager mit den besten vergangenen Renditen, den besten Ratings, den meisten Mittelzuflüssen, hohen Marketingausgaben bzw. hoher Markenbekanntheit, oder nach anderen Kriterien. Andernfalls gehen Sie zu Frage 4.

4) Sollten ihre Kapitalanlagen von guten Prognosen abhängen und ist Regeltransparenz nicht so wichtig für Sie? Dann suchen Sie sich gute Prognostiker bzw. quantitative Assetmanager. Es gibt allerdings nur wenige Manager, deren Modell transparent bzw. einfach nachzuvollziehen ist. Andernfalls gehen Sie zu Frage 5.

5) Wollen Sie auf unveränderbare Regeln und anlageklassenspezifische Produkte setzen oder auf kontinuierliche Verbesserung von Regeln und auch Multi-Asset Produkte? Im ersten Fall kaufen Sie Smart-Beta Produkte. Diese Produkte haben aber oft nur kurze reale Track-Records und sind kaum günstiger als institutionelle bzw. Honorarberatertranchen aktiver Manager. Andernfalls investieren Sie in Fonds eines systematisch-prognosefreien Managers.

Hier ist ein noch einfacherer Ansatz: Sie haben weder Präferenzen für diskretionäre noch quantitative Manager noch systematisch-prognosefreie Ansätze? Dann diversifizieren Sie über alle drei Investmentphilosophien.

Fondsmanager bzw. Robo-Advisors sollten aus wissenschaftlichem Research lernen (11-2016)

Anbieter von Geldanlagen sollten im Idealfall wissenschaftliches Research verfolgen und daraus lernen. Das gilt auch für Robo-Advisors, die nur eine spezielle Form von Geldanlage-Anbietern sind.

Up-to-date zu bleiben ist bei der Vielzahl von Research-Ergebnissen, die ständig veröffentlicht werden, allerdings schwierig. Oft ist das Research auch nicht direkt verwendbar. So kommen Research-Ergebnisse meist nur unter ganz bestimmten Annahmen zustande, die in der Realität selten zu finden sind. Oder das Research kann nicht aus den USA, die das Research u.a. aufgrund der guten Datenverfügbarkeit dominieren, übertragen werden. Trotzdem kann man aus Research interessante Anregungen für die Geldanlagepraxis bekommen.

Hier soll am Beispiel des Online-Geldanlage Anbieters Diversifikator gezeigt werden, was aus wissenschaftlichem Research des Monates November 2016 gelernt wurde. Das verfolgte Research kann man dabei grob in zwei Bereiche einteilen: Erstens Fonds- bzw. ETF- und zweitens Einzeltitelsektion bzw. -Gewichtung.

Fonds- bzw. ETF-Selektion

Eine der wichtigsten Quellen für das Fondsresearch ist Morningstar. Morningstar ratet seit vielen Jahren Fonds sowohl quantitativ als auch qualitativ. Im November 2016 wurden Statistiken präsentiert, nachdem gut geratete Manager auch nach dem guten Rating besser performen als schlecht geratete Manager. Allerdings gibt es mehr gut geratete Manager, als man typischerweise in ein Portfolio aufnimmt, daher ist Rating alleine nicht ausreichend für eine Anlageentscheidung. Außerdem stellt auch Morningstar immer wieder fest, dass aktive Manager ihre Benchmarks dauerhaft nicht schlagen können und plädiert daher oft für ETF Nutzung. Niedrige Kosten sind also ein sehr wichtiges Fondsselektionskriterium. Bei aktiven Fonds kommt aber noch das sogenannte „Manager Ownership“ hinzu. Fonds, in die ihre

Manger viel investieren, sind tendenziell besser als solche, in die Manager weniger Geld anlegen.[82]

Bei Feri haben wir diese Kriterien schon ab dem Jahr 2000 als wichtigste Managerselektionskriterien genutzt, wenn auch zunächst nur für Private Equity und für Hedgefonds. Heute kann man sich fragen, ob es für die Beurteilung von Robo-Advisors nicht hilfreich wäre zu wissen, wie viel Geld die Anteilseigner in ihren eigenen Portfolios anlegen.

Im November 2016 wurde das neue Morningstar Analyst ETF-Rating vorgestellt[83]. Das ist für Diversifikator besonders interessant, denn Diversifikator ist unseres Wissens zumindest der erste deutsche Anbieter, der – seit Mai 2016 – ein Portfolio aus von Morningstar Top gerateten ETF anbietet. Das von Diversifikator genutzte quantitative Morningstar ETF Rating fokussiert vor allem auf niedrigen Kosten von ETFs. Niedrige Kosten sind allerdings sowieso ein wichtiges Selektionskriterien für andere Portfolios von Diversifikator. Bisher konnte das ratingbasierte Weltmarktportfolio Stars aber nicht durch besonders gute Performance überzeugen[84].

Das Analyst Rating für ETFs wird Diversifikator nicht für seine Standardportfolios nutzen. Es passt als teilweise subjektives „forward looking“ Rating nicht zu der systematisch-prognosefreien Investmentphilosophie. Außerdem werden besonders breit diversifizierte Indizes besser beurteilt als spezialisierte Indizes. Diversifikator nutzt aber bewusst spezialisierte Indizes für alternative Aktien bzw. Marktsegmente, um Überschneidungen mit den breit diversifizierten Standard-Indizes zu reduzieren.

Einzeltitelselektion und Gewichtung

In einem weiteren November-Beitrag beschäftigt sich Morningstar mit verantwortungsvollem bzw. ESG-Geldanlagen [85] . Diversifikator hat einen expliziten ESG-Fokus. So ist Diversifikator unsers Wissens weltweit der erste Anbieter eines ESG-Portfolios, das nur aus ETFs besteht. Das Portfolio hat sich in der Rückrechnung aber auch in der Echtperformance sehr gut entwickelt.

Die Zusammenfassung des o.g. Morningstar-Beitrages lautet: „There is no reason, based on the academic research on performance, to steer investors away from making sustainability a part of their portfolio“. Für Standard-Aktien ergibt das Research, das wir aus anderen Quellen

[82] Russel Kinnel, Fund Managers Who Are Buying Their Funds“, Morningstar 7.11.2016
[83] Ben Johnson, Introducing the Morningstar Analyst Rating for ETFs, Morningstar Fund Spy, 1.11.2016
[84] die Renditen aller Diversifikator Portfolios finden sich täglich aktualisiert auf www.diversifikator.com
[85] John Hale, Sustainable Investing Research Suggests No Performance Penalty, Morningstar, 10.11.2016

kennen, die gleiche Schlussfolgerung[86]. Für andere Anlageklassen liegt jedoch unsers Wissens noch zu wenig Research vor, um ESG Effekte umfassend beurteilen zu können.

Auch zu sogenanntem Smart Beta gibt es immer wieder neue Publikationen. Smart-Beta oder Faktorinvesting soll ja, wie der Name suggeriert, besonders gut sein. Diversifikator hat zwei Smart-Beta ETF-Portfolios entwickelt, die aber in 2016 (noch) nicht öffentlich sind.

Ein interessanter aktueller Beitrag zu dem Thema ist: „What Fraction of Smart Beta is Dumb Beta?“ [87]. Danach kann ein Großteil der Smart Beta Performance von traditionellen Marktfaktoren erklärt werden. Für den Faktor Volatilität wird diese These aber in einer anderen Analyse über mehr als 40 Jahre abgelehnt und „Market Mispricing“ als wichtigere Erklärung der langjährigen Outperformance angegeben[88]. Andere wollen mit „lottery preferences, short-term return reversals, and earnings shocks“ den Großteil der Volatilitätsfaktor-Outperformance erklären[89].

Selbst wenn einzelne Faktoren in der Vergangenheit besser als traditionelles Beta waren, bleibt immer noch die Frage offen, ob das auch zukünftig so sein wird. Früher hochgelobte Faktoren wie Small Cap und Value haben Anlegern in den letzten Jahren oft relativ schlechte Performance eingebracht[90]. Der systematisch-prognosefreie Ansatz von Diversifikator setzt daher nicht auf die Prognose künftiger Outperformance einzelner Faktoren. Aus der Smart-Beta bzw. Faktorresearch Studienvielfalt kann man aber recht gut schließen, dass andere Gewichtungen als Kapitalgewichtungen bei Aktien sehr oft zu besserer Performance führen[91]. Darauf setzen auch die geplanten Smart-Beta bzw. Einzeltitelangebote von Diversifikator.

---

[86] siehe auch Auer, Benjamin R. und Schumacher, Frank: Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data, The Quarterly Journal of Economic and Finance, Nr. 59, 2016 und eigenes Research s. Söhnholz, Dirk: Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014

[87] s. AlphaBetaWorks Insights, www.abwinsights.com, 30.10.2016

[88] s. The Low-Volatility Anomaly: Market Evidence on Systematic Risk vs. Mispricing von Xi Li, Rodney N. Sullivan und Luis Garcia, in Financial Analysts Journal Nr. 1/2016

[89] s. Hou, Kewei, und Roger K. Loh, Have we solved the idiosyncratic volatility puzzle?, Journal of Financial Economics 2016

[90] aktuelle Kritik am Fama French 5 Faktormodell siehe auch: Five Concerns with the Five-Factor Model, David Blitz, Matthias X. Hanauer, Milan Vidojevic und Pim van Vliet, Arbeitspapier vom 1.11.2016

[91] z.B. Söhnholz, Dirk: Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier, 6/2012 und dort genannte Quellen

FONDSKOSTEN SIND WICHTIG ABER NICHT TRANSPARENT (8-2015)

Meb Faber vergleicht in seinem Buch „Global Asset Allocation – A survey of the world's top investment strategies" unterschiedlichste Asset Allokationen, unter anderem das globale Markt Portfolio, 60/40, Risk Parity, All-Seasons und mit ETFs nachgebaute Allokationen von Rob Arnott, Marc Faber, David Swensen (Yale), Mohamed El-Erian (Harvard) und Warren Buffett (Berkshire Hathaway). Sein Fazit: "The single biggest take away from this book is not to ruin your allocation by paying too much in fees."

Besonders für Laien ist es sehr schwer, Fondskostenvergleiche durchzuführen. Im Internet gibt es zwar etliche kostenlose Fondstabellen bzw. Fonds-Datenbanken, manche enthalten aber gar keine Informationen über Fondskosten. Andere weisen nur Ausgabeaufschläge oder Managementgebühren aus. Die Gesamtkosten für den Investor können aber weit mehr umfassen als diese beiden Kosten. Aber selbst die angebliche Gesamtkostenquote Total Expense Ratio bzw. TER enthält z.B. keine erfolgsabhängigen Gebühren und keine Gebühren für Zielfonds von Dachfonds[92].

Erschreckend ist, dass mehrere Datenbanken sogar falsche Informationen enthalten. Wenn man in Online-Datenbanken, die Kosteninformationen enthalten, z.B. alle als aktiv ausgewiesenen Aktienfonds nach Kosten von niedrig zu hoch sortiert, findet man etliche anscheinend „kostenlose" Fonds und auch sehr günstig erscheinende aktive Fonds. So werden für einige solcher Fonds Managementgebühren, TER oder laufende Kosten von unter 0,5% auch für normalerweise relativ teure Anteilklassen für Retailanleger genannt. Wenn man diese Informationen prüft, stellt man bei den günstigsten Fonds aus den Tabellen fest, dass die in den Tabellen ausgewiesenen Kosten oft sehr viel niedriger als die in den Fondsdokumenten genannten Kosten sind. Das kann man selbst anhand der erfreulicherweise oft in den Datenbanken direkt zur Verfügung gestellten Einzelfondsdokumente überprüfen, besonders anhand der sogenannten KIIDs (Key Investor Information Documents). Ein von uns durchgeführter Check von mehreren aktienorientierten Dachfonds mit „Tabellen-Kosten" unter 1% p.a. ergab für dieselben Fonds „KIID-Kosten" von meist über 2%. Insgesamt können die laufenden Kosten bei aktienorientierten Dachfonds sogar über 5% p.a. erreichen und selbst einige gut geratete Fonds weisen TER von über 3,5% p.a. auf.

ETFs gelten als besonders günstig. Aber auch die Gesamtkosten von ETFs können inklusive Handelskosten aber auch Indextrackingkosten „weit über denen der offiziell ausgewiesenen Gesamtkostenquote (TER) liegen"[93]. Verlässliche Vorabschätzungen dieser indirekten ETF Investmentkosten sind schwierig.

THEORETISCHE VERSUS PRAKTISCHE UNTERSCHIEDE VON ETF-PORTFOLIOS (8-2014)

ETF Portfolios können sich in vielerlei Hinsicht unterscheiden, z.B. in der Ausgangs(Strategischen) Assetallokation, den Änderungsmechanismen für die Asset

[92] siehe Barbara Claus: Wegweiser durch den Fondsgebührendschungel, Morningstar 29.07.2013

[93] siehe z.B. Ben Johnson, „Kosten für ETF Anleger", Morningstar, 5.9.2011

Allokation (z.B. taktische Allokation mit Trendfolge), der Indexselektion (u.a. klassisches versus Smart Beta), der Anbieterselektion (Marktführer oder auch Nischenanbieter), der ETF-Selektion (u.a. synthetisch versus physisch), dem Währungs- und dem Risikomanagement. Hinzu kommen Unterschiede in der „Verpackung“ (u.a. Dachfonds versus individuelles Portfolio) und den Kosten.

In der Praxis werden aber ganz überwiegend sehr ähnliche ETF (Muster-)Portfolios angeboten bzw. propagiert. Diese investieren in wenige Anlageklassen, haben oft starre Grenzen wie 70/30 oder 30/70 in Bezug auf Anleihe- und Aktienquoten und beinhalten überwiegend nicht-synthetische ETFs der ETF-Marktführer. Wenn andere Allokationen verwendet werden, wird ganz überwiegend die nicht mehr zeitgemäße Markowitz-Optimierung zur Begründung herangezogen.

Es wird selten thematisiert, warum Assetklassen nicht aufgenommen werden und welche Indizes zugrunde gelegt werden. Dabei gibt es viele Unterschiede zwischen Indizes. Konzentrierte Indizes wie der Dax oder Dow Jones haben ganz andere Charakteristika als diversifizierte Indizes. Ein Beispiel: Der MSCI World enthält 0% Emerging Markets, der MSCI All Countries ca. 10% und ein Weltaktienindex auf Wirtschaftsleistungsbasis (BIP) bringt es auf ca. 35% Emerging Markets Anteil. Einzelne Länderaktienindizes sind oft stark von nur wenigen Aktien abhängig. Selbst Weltaktienindizes können es zeitweise auf enorme Abhängigkeiten von einzelnen Ländern (Stichwort „Japanboom“) oder Branchen (Stichwort „Technologieboom“) bringen.

Ranking-Momentum und Risikoranglisten sind wichtiger als Performanceranglisten (11-2014)

Es sollte nicht unbedingt das Ziel eines Fondsanagers sein, in Performanceranglisten ganz oben zu stehen. Top Ranglistenplätze erreichen oft nur sehr spezialisierte Fonds. So standen einige Zeit lang indische Infrastrukturaktienfonds ganz oben in den Ranglisten für globale Aktienfonds. Typischerweise stehen solche Fonds aber nur kurz dort und werden dann von anderen spezialisierten Fonds verdrängt.

Bei langfristigen Vergleichen, die mehrere Marktphasen umfassen, ist es aber durchaus erstrebenswert, in Renditeranglisten vorne zu stehen. Dort können sich einzelne Fondsmanager aber nur selten längere Zeit halten.

Ziel eines Fondsmanagers kann es aber sein, bei der risikoadjustierten Performance vorne dabei zu sein. Solche Ranglisten sind aber nicht weit verbreitet. Wie findet man als Anleger Fondsmanager, die sich auch in solchen Ranglisten oben halten? Man kann z.B. die Analysen von Absolut Research kaufen, die mehrere Risikokennzahlen-Ranglisten anbieten, aber die sind nicht billig. Und es stellt sich dann die Frage, welche der Risiko-Ranglisten entscheidend für den Anleger ist.

Eine andere gute Methode, um attraktive Manager bzw. vielleicht sogar künftige Stars zu finden, ist das sogenannte Ranking Momentum: Ein Anbieter, der sich kontinuierlich in den Ranglisten nach vorne arbeitet, kann so schon identifiziert werden, bevor er oben ankommt. Zeichen sind dabei z.B. die bessere Dreijahres- als die Fünfjahres-, die bessere Jahres- als die

Dreijahres- oder auch die bessere aktuelle im Vergleich zur Zwölfmonatsposition in Ranglisten. Ein Anbietervergleich über alle relevanten Fonds eines Anlagesegmentes mit ihren durchschnittlichen Rankingverbesserungen wäre interessant.

Institutionelle Sparpläne ermöglichen Investments in neue Fonds (4-2015)

Institutionelle Investments in Fonds steigen seit einiger Zeit an. Trotzdem: Heute Investmentfonds zu verkaufen, ist gar nicht so einfach. Es gibt Ausnahmen: Fonds, die in den letzten drei bis fünf Jahren eine sehr gute Rendite hatten, die groß sind und deren Anbieter viel in Marketing investiert haben, verkaufen sich gut. Aber das sind nicht viele. Wofür bzw. womit kann man professionelle Investoren bzw. Einkäufer noch interessieren? Anleihe- bzw. Rentenfonds werden nicht mehr so stark nachgefragt. Grundsätzlich wird zwar inzwischen auch bei Anleihen externes Management genutzt. Allerdings sind die Zinsen bei Anleihen heute sehr gering, teilweise sogar negativ. Außerdem werden Zinssteigerungen und damit Wertverluste von Anleihen von als immer wahrscheinlicher angesehen.

Anders als früher kaufen institutionelle Anleger seit einigen Jahren auch vermögensverwaltende Fonds, meist solche mit defensiver Ausrichtung. Aber unter der negativen Einstellung zu Anleihen leiden auch defensiv ausgerichtete Mischfonds bzw. vermögensverwaltende Fonds, die in der Regel hohe Anleihequoten haben.

Aktien sind in deutschen institutionellen Portfolios meist nur in einem relativ geringen Umfang vertreten und könnten daher grundsätzlich aufgestockt werden. Wenn man aber einen Aktienfonds anbietet, kommt sehr schnell die Frage, ob die Aktienmärkte nicht schon zu gut gelaufen seien und man mit einem Einstieg lieber noch warten sollte.

Immobilienfonds sind ebenfalls nicht leicht zu verkaufen, denn viele Investoren haben schon relativ hohe Anteile von Immobilien in ihren Portfolios. Deutsche Immobilien gelten derzeit als hoch bewertet, professionell gemanagte offene Immobilienfonds mit internationalem Immobilienfokus sind rar und geschlossene Immobilienfonds sind bei institutionellen Investoren nicht immer beliebt.

An Infrastruktur dagegen besteht grundsätzlich großes Interesse. Infrastrukturinvestments außerhalb des Bereiches erneuerbarer Energien sind bisher aber von den wenigsten Anlegern schon in wirklich großem Umfang umgesetzt worden. Das liegt unter anderem daran, dass direkte Infrastrukturprojekte auch für die meisten institutionellen Investoren zu kapitalintensiv sind und geschlossene Infrastrukturfonds bzw. Dachfonds sich noch keiner großen Beliebtheit erfreuen.

Und Rohstoffe wiesen in den letzten Jahren teilweise hohe Verluste auf. Dabei wäre es vielleicht eine gute Zeit, um antizyklisch in diese Anlageklasse zu investieren. Allerdings sind viele Rohstofffonds stark in den Energiesektor bzw. Öl allokiert. Und die Aussichten für Ölpreise sind vielen Analysten zufolge verhalten. Auch Agrarrohstoffe sollen es bei den meisten institutionellen Investoren heute aus sogenannter „responsible“ bzw. ESG-Sicht (Environment Social Governance) lieber nicht sein. Und Investments über Futures, die vorherrschende Investmentform für Rohstoffe, müssen auch nicht unbedingt sein. Zudem gibt

es wenige Fondsanbieter, die institutionelle Rohstofffonds mit überzeugenden Performances im Angebot haben.

Von den oben genannten Anlageklassen erscheinen also nur Aktien als sowohl unterallokiert und gleichzeitig liquide. Aber viele institutionelle Investoren zögern mit ihren Investments, weil aus ihrer Sicht der Aktienmarkt aktuell überteuert sein könnte. Für solche Investoren bietet sich ein institutioneller „Sparplan“ an: Ratierliche Investitionen über einen gewissen Zeitraum hinweg.

Über Aktien kann auch man liquide und diversifiziere Immobilien- (Listed Real Estate), Infrastruktur- (Listed Infrastruktur) sowie Rohstoffaktienportfolios aufbauen. Der Zugang kann dabei direkt oder indirekt über bestehende Spezialfonds, die institutionelle Tranchen von Publikumsfonds oder über ETFs erfolgen.

Ob man aktiven Fonds oder ETFs den Vorzug gibt, ist dabei von mehreren Faktoren abhängig. Kosten spielen dabei nicht einmal die größte Rolle, da institutionelle Tranchen von Publikumsfonds oft nicht viel teurer sind als vergleichbare ETFs. ETFs haben Vorteile wie Risikostreuung und Transparenz, auch in Bezug auf ihre Handelsregeln. Andererseits sind sie oft überdiversifiziert und starr in ihren Regeln. Aus Anbietersicht sind ETFs bzw. Indexfonds vor allem deswegen ideal, weil sie meist keinen Track Record brauchen, damit sie verkauft werden können.

Aktive Publikumsfonds benötigen dagegen meist mindestens 3 gute Jahre, bevor sie gut verkaufbar sind. Zu dem Zeitpunkt müssen sie auch schon ein ausreichendes Volumen haben. Das kann oft nur über mühsamen Verkauf an kleinere Investoren erreichet werden, die nicht auf den drei Jahren Trackrecord und Mindestfondsgrößen bestehen. Oftmals kann man feststellen, dass diese sogenannten „Early Adopter“ eine bessere Rendite erreichen als die Investoren, die erst nach mehreren Jahren guter Performance einsteigen. Auch das spricht für institutionelle Sparpläne in junge und daher oft noch kleine Fonds.

Wie kommt das Neue in die Fonds-Welt? (12-2014)

Die Assetmanagementbranche war und ist durchaus innovativ, auch in Deutschland: Fonds, Dachfonds, Hedgefonds, geschlossene Fonds, Zertifikate, ABS, MBS, ETFs, Smart-Beta, Fintech, Robo-Advisor sind - teilweise sehr aktuelle – Stichworte. Aber wie kommt man zu neuen Ideen? Auch für das Assetmanagement gilt wie für andere Bereiche auch: Viel lesen, viel diskutieren, viel testen und ständig hinterfragen.

Warum viel lesen? Es wird heute sehr viel publiziert. Man muss nicht alles selbst neu erfinden. Neue Anregungen bekommt man z.B. über gute Newsdienste. „Abnormal Returns“ ist eine besonders interessante Quelle und in Deutschland ist Absolut Research von Michael Busack und seinem Team besonders hilfreich. Beide haben den Vorteil, aktuelles Research aufzuführen und teilweise auch zu bewerten. Das erleichtert die Identifikation von interessanten Themen und die gezielte Suche nach weiterführenden Informationen. SSRN und Researchgate sind sehr gute Quellen für solche gezielten Suchen.

Warum sollte man erst nach dem Lesen diskutieren bzw. testen? Das ist der wissenschaftliche Anspruch: Erst kommt die Literaturanalyse, dann die Formulierung von Hypothesen, dann die Diskussion bzw. der Test. Tests sollten dabei sehr gezielt ausgeführt werden und kein Data Mining darstellen. Im Idealfall wird die Anzahl und der Inhalt der Testversuche genau dokumentiert. Dann kann man nachvollziehen, wie viele Varianten getestet wurden bevor der Anbieter zum Beispiel zu einem neuen Smart-Beta Ansatz kam.

Wenn man dem kritischen Rationalismus von Popper folgt, können dabei Hypothesen verworfen werden aber keine endgültig bestätigt werden. Man sollte also immer kritisch bleiben. Das führt auch zum Thema kontinuierlicher Verbesserungsprozess (KVP). Wenn man meint, noch etwas an seinen Investmentportfolios verbessern zu können, sollte man diesen Prozess am besten systematisch aktiv gestalten und nicht dem Zufall überlassen. So kann man sich als aktiver Manager zudem gut von den statischen sogenannten Smart Beta Ansätzen abgrenzen.

Da es das perfekte Portfolio meines Erachtens nicht gibt, kann man davon ausgehen, dass es sich um einen kontinuierlichen Prozess von verbesserten Hypothesen und weiteren Diskussionen bzw. Tests handeln wird. Gerade wenn ein Investmentportfolio zu gut läuft, hat man oft Angst vor weiteren Änderungen, weil man die gute Performance nicht gefährden will. Oft werden Argumente verwendet wie „der Kunde möchte nicht, dass wir permanent etwas verändern“ etc.. In der Vergangenheit hat es sich aber häufig gezeigt, dass Portfoliomanager, die sich auf ihren Lorbeeren ausruhen, nicht unbedingt dauerhaft gut bleiben. Der Kunde sollte verlangen, dass sich ein Portfoliomanager permanent und systematisch um die Verbesserung seiner Portfolios bemüht.

GELDANLAGEINNOVATIONEN SIND EINFACHER, ALS GEDACHT (7-2018)

Es gibt bereits tausende von Investmentfonds, zunehmend mehr ETFs (Exchange Traded Fonds) und viele andere Produkte wie Zertifikate am Markt. Aber Regulierungs- und interne Anforderungen an neue Produkte nehmen zu und die Vermarktungskosten steigen an. Inzwischen können neue Fonds allein aufgrund von Restriktionen bei Depotbanken kaum noch gegründet werden, wenn nicht schon zu Beginn mindestens 10 Millionen Euro Anlagevolumen sicher sind. Und große Fondsanbieter erwarten oft ein Absatzpotential von mehreren hundert Millionen Euro, bevor sie ein OK für ein neues Produkt geben. Oft brauchen sie ein Jahr Vorlauf, um einen neuen Fonds zu starten. Es wird also immer schwieriger, echte Geldanlageinnovationen zu finden und erfolgreich an den Markt zu bringen. Anbei ein paar neue Innovationsbeispiele:

Neuproduktmoden

Früher wurden Anlegern neue Fonds angeboten, um bei Umschichtungen von alten zu neuen Produkten mit Ausgabeaufschlägen und Vertriebsprovisionen Geld zu verdienen (siehe auch

„Wie kommt das Neue in die Fondswelt“[94]). Mit MIFID II werden diese Kosten transparenter. Damit wird die Attraktivität neuer Produktangebote für Anbieter zurückgehen.

Allerdings gibt es immer noch Neuproduktmoden. Vor der letzten großen Finanzkrise wurden extrem viele Zertifikate erfunden, die für die Anbieter wohl oft ziemlich profitabel waren. Aktuell stehen neue ETFs im Vordergrund. Nachdem es für traditionelle Indizes genug und oft immer günstigere ETFs gibt, sind derzeit sogenannte Faktor- oder Smart-Beta ETFs populär. Anleger werden aber nach schlechten Rendite-Erfahrungen wie zum Beispiel mit dem vor Kurzem noch besonders hochgelobten Low-Volatility Faktor skeptischer.

Zeigen Robo-Advisors, dass weniger besser ist?

Brauchen Anleger nicht eher weniger als mehr Produkte? Easyfolio und die meisten anderen Robo-Advisor genannten neuen Onlineportfolioanbieter bieten oft nur sehr wenige und sehr einfache Produkte an. Diese sind meistens nicht neu, sondern altbekannte mischfondsähnliche Portfolios auf Basis etablierter ETFs mit mehr oder weniger hohen Anteilen von Anleihen.

Robo-Advisors bringen also kaum Geldanlageinnovationen. Sie unterscheiden sich meistens kaum durch ihre Produktangebote. Sie versuchen daher, sich durch besonders gute Nutzungsfreundlichkeit oder besonders niedrige Kosten von Wettbewerbern zu differenzieren.

Eine besonders gute Nutzungsfreundlichkeit steht aber in einem gewissen Widerspruch zu hoher Transparenz. Wenn man Anlegern volle Transparenz bieten möchte, sollte man alle Anlageregeln offenlegen. Das bedeutet aber viel Inhalt bzw. Text. Wer schon einmal eine Indexbeschreibung gelesen kann, kann das gut nachvollziehen. Alle nur denkbaren Fälle müssen vorab detailliert geregelt werden. Und an Transparenz mangelt es meines Erachtens auch bei dem einen oder anderen Anbieter einfacher Produkte. Zum Beispiel können Anleger selten nachvollziehen, warum sie in welche Risikoklasse eingeordnet werden und warum ihnen bestimmte (oft hohe) Anteile von - angeblich risikolosen - Anleihen ins Depot gebucht werden.

Suche nach dem „most-passive" Multi-Asset Portfolio

Ich habe meine Firma Diversifikator gegründet, weil ich mit Geldanlageangeboten traditioneller Anbieter nicht zufrieden war und nicht, um einen weiteren Robo-Advisor zu gründen. Anfangs sollte das Produktangebot aber wie bei Robo-Advisors zwar auf nur wenige Produkte beschränkt aber nicht nur online angeboten werden.

Ich bin selbst überrascht, dass Diversifikator inzwischen sehr viele Portfolios im Angebot hat, obwohl jedes einzelne ziemlich einfach ausgestaltet ist. Ich bin vor allem erstaunt, weil weiterhin gilt, dass neben von (potentiellen) Kunden initiierten Portfolios nur solche Portfolios angeboten werden, die es bisher nirgendwo anders gibt.

[94] http://prof-soehnholz.com/investment-fonds-verbessern-welt-systematischer-kontinuierlichen-verbesserungsprozess-kvp/

Zunächst wollte ich für meine eigene private Geldanlage nur ein Produkt haben, das möglichst diversifiziert, günstig und liquide ist. Dazu bietet sich ein Portfolio aus ETFs an. Das Portfolio sollte möglichst passiv sein, da das Handelskosten niedrig hält und ich kein guter Prognostiker bin und auch niemanden kenne, bei dem ich wirklich gute Finanzprognosen kaufen kann. Und gute Prognosen sind die Basis für aktive Portfolios.

Daher bot es sich für mich an, ein Portfolio aus ETFs zu konstruieren, welches sich an der aggregierten Kapitalanlage aller Anleger weltweit („Weltmarktportfolio“) orientiert. Das gab es bis zur Gründung von Diversifikator nicht.

Zwar bin ich kein Anhänger von kapitalgewichteten Indizes, aber sie sind neben gleichgewichteten Indizes der natürliche Startpunkt für eine Allokation. Bei Multi-Asset Portfolios scheitert die Gleichgewichtung aber an der schwierigen Bestimmung der Anzahl bzw. der Abgrenzung von Anlageklassen (siehe z.B. Söhnholz/Burkert: Naive strategische Asset Allocation in Absolut Report 4/2008).

Verlustorientierte Risikoanpassung mir „Cash“ statt Anleihen

Das Weltmarktportfolio (WMP) kann in Kombination mit sicheren Anlagen auf jede Risikotoleranz angepasst werden. Da ich Anleihen in Zeiten von allseits erwarteten Zinssteigerungen und Kreditausfallrisiken nicht als sichere Anlagen ansehe, habe ich „Cash“ als sichere Anlage gewählt. Das bedeutet aber auch, dass der Bedarf für zusätzliche Produkte geringer wird. Denn anstatt je eines „Mischfonds“ pro Risikoklasse reicht ein einziges Portfolio, das - je nach Risikotoleranz des Anlegers - mit mehr oder weniger „Cash“ kombiniert wird.

Anders als üblich wird die Risikotoleranz von Anlegern dabei nicht auf Basis von Schwankungen/Volatilität bestimmt, sondern auf Basis von Verlusttoleranz. Dazu wird auf Vergangenheitserfahrungen Bezug genommen, die auch die Finanzkrise 2008 umfassen.

Mehrere Ableitungen des Weltmarktportfolios (WMP)

Das erste WMP (Basis) hat aber den Nachteil, dass relativ viele ETFs benötigt werden, um eine sehr breit diversifizierte Anlage umzusetzen. Um die Implementierungskosten für Anleger gering zu halten bzw. auch Anlegern mit relativ geringen Test- bzw. Mindestanlagesummen eine Investmentmöglichkeit zu bieten, wurde zeitnah ein WMP S entwickelt, wobei S für Small steht. Diese Portfolio kommt aufgrund einiger Vereinfachungen (siehe „Diversifikator Asset Allokation und ETF Selektion“) mit nur noch 7 statt 18 ETFs aus.

Da ich schon relativ lange ein Anhänger von verantwortungsvollen Geldanlagen bin (siehe z.B. Söhnholz: Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014), wurde zeitgleich auch ein ESG ETF-Portfolio (ESG steht für Environment, Social, Governance) nach der Logik der Weltmarktallokation aufgelegt. Auch dieses Portfolio war lange das Einzige seiner Art. Gleiches gilt für das Islamic ETF Portfolio, welches neben ESG-Kriterien zusätzlich Banken aus dem Portfolio ausschließt.

Die ersten fünf innovativen Portfolios waren entstanden. Aufgrund von Diskussionen mit potentiellen Anlegern und Vertriebs- bzw. Beratungspartnern folgten weitere Ableitungen des WMP: Ein WMP ohne Anleihen (WMP S ex Bonds), ein nur aus dem „Alternativen Teil“ des WMP bestehenden diversifiziertes „Alternatives ETF“ Portfolio, ein WMP aus besonders gut gerateten ETFs (WMP Stars), ein auf Ausschüttungen ausgerichtetes WMP (WMP Basis Income) und zwei mit Trendfolge gesteuerte WMPs (ESG ETF-Portfolio Trend und WMP Basis Trend).

Dadurch, dass diese als Musterportfolios aufgesetzt wurden, waren sie schnell und kostengünstig implementiert und können von Anlegern bei jeder Depotbank und damit auch in Bestandsdepots implementiert werden.

Zahlreiche ESG-Portfolios, die es bisher noch nicht gab

Diversifikator war von Anfang an und damit wohl der erste deutsche „Robo-Advisor“, der auf das Business-to-Business Geschäft ausgerichtet war. Während die Weltmarktportfolios aufgrund ihrer konsequenten „most passive“ Ausrichtung zwar auf Interesse bei potentiellen Geschäftspartnern von Diversifikator stießen, wurde über das ESG ETF Portfolio am meisten diskutiert. Dabei stand lange die Frage im Vordergrund, ob ESG Investments ordentlich performen können, was inzwischen ziemlich klar zu sein scheint (siehe z.B. "Sehr gute pure ESG Performance"[95]), und ob es genug potentielle Nachfrage für solche ESG Produkte gibt. Während institutionelle Anleger bereits Wert auf ESG-Aspekte legen, ist das bei Privatanlegern bisher noch kaum der Fall.

Deshalb habe ich mich zunächst mit Portfolios für (semi-)institutionelle Anleger wie kleine Stiftungen beschäftigt. Dabei ging es nicht in erster Linie darum, die 0,3 bis 0,5% p.a. Kosten für die ETF Nutzung zu sparen, sondern um das Schließen von Produktangebotslücken. So spielen Infrastruktur- und Immobilienaktien seit Jahren eine wichtige Rolle in meinen privaten Portfolioallokationen. Bis zum Produktstart der entsprechenden ESG Aktienportfolios von Diversifikator zu Ende 2016 gab es aber meines Wissens keine ESG Produkte mit diesem Fokus. Im Zuge der Recherchen stellte sich dann für mich überraschend auch heraus, dass ich auch kein konsequent regelbasiert und damit transparent nach ESG Kriterien gebildetes Portfolio deutscher Aktien finden konnte. Daher habe ich das Deutsche Aktien ESG-Portfolio entwickelt.

Diese drei Portfolios werden nach den gleichen Regeln gebildet, bei denen bis auf technische Kriterien (Liquidität etc.) und „Maximalverlust“ nur ESG Kriterien zur Portfoliobildung genutzt werden ("Pure ESG" Ansatz, zu allen Regeln siehe "Das Diversifikator Buch").

Die Diskussion dieser Portfolios mit potentiellen Interessenten führte dazu, dass Ende 2017 zahlreiche weitere ESG Portfolios nach vergleichbaren Regeln gebildet wurden. Damit hat Diversifikator wohl die breiteste Palette an ESG-Portfolios weltweit und viele der neuen Portfolios sind zudem weltweit einzigartig.

Schwierige Vermarktung trotz großer Potentiale für traditioneller Anbieter

[95] http://prof-soehnholz.com/sehr-gute-pure-esg-performance-und-diversifikators-regelaenderungen-fuer-2018/

Ob sich das Angebot von Diversifikator bewährt, wird sich noch zeigen. Die Performances der Portfolios von Diversifikator sind jedenfalls bisher sehr vielversprechend.

Kooperationspartner zu finden ist jedoch - selbst für maßgeschneiderte bzw. White Label Angebote -, nicht so einfach. Banken, Vermögensverwalter, Versicherungen und andere potentielle Kooperationspartner scheinen sich in 2017 vor allem mit sich selbst und neuen Regulierungen wie Solvency II, PSD2 und MIFID II beschäftigt zu haben und 2018 stand bisher die DSGVO ganz oben auf der Agenda.

Wenn man einschlägige Publikationen verfolgt, scheinen inzwischen aber auch Privatkunden zunehmend an ESG Angeboten interessiert zu sein. Wenn aber traditionelle Banken und Vermögensverwalter genauso lange für die aktive Vermarktung brauchen wie für aktive ETF-Angebote, kann es noch einige Jahre dauern, bis Privatkunden aktiv ESG Portfolio angeboten werden.

Anderseits sind die Portfolios von Diversifikator eine sehr gute Möglichkeit für Kooperationspartner, Innovationen anzubieten. Mit diesen Portfolios können viele Aspekte umgesetzt werden: Günstige und transparente online- und ESG-Angebote, die mit grundsätzlich jeder Depotbank unter dem eigenen "Label" des Kooperationspartners umgesetzt werden können.

WIE SOLLTE MAN 3.000 EURO LANGFRISTIG ANLEGEN?[96] (8-2018)

Um erfolgreich anzulegen, kommt es gerade bei einem relativ kleinen Betrag und einem langfristigen Anlagehorizont (Zinseszinseffekt) vor allem auf geringe Kosten[97] an. Und weil Prognosen schwierig sind, sollte die Anlage breit gestreut werden. Daher sollte in kostengünstige Indexfonds (ETFs) angelegt werden, zumal „aktive Fonds“ typischerweise keine nachhaltige Outperformance liefern (s. hier[98]).

Ich würde den Betrag zu 100% in Aktien anlegen, denn in Bezug auf Anleihen bin ich skeptisch (aktuell teilweise negative Zinsen, Risiken von Kursverlusten bei steigenden Zinsen, Ausfallrisiken). Das Aktienportfolio sollte möglichst breit diversifiziert werden, also idealerweise auch Emerging Markets, Immobilien[99]– und Infrastrukturaktien[100] umfassen.

Obwohl sie etwas teurer sind, würde ich „verantwortungsvolle“ (ESG bzw. SRI) ETFs[101] nutzen, da diese nicht schlechter performen sollten als traditionelle ETFs. Einige dieser ETFs

[96] Bewerbungsbeitrag für Comdirect Finanzblog Award 2018
[97] http://prof-soehnholz.com/wichtige-investmentfondskosten-sind-oft-falsch/
[98] http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-kann-einfach-guenstig-und-gut-sein/
[99] http://prof-soehnholz.com/immobilienaktien-reits-diversifikation-anlageklasse/
[100] http://prof-soehnholz.com/infrastruktur-aktien-zugang-anlageklasse-diversifikation/
[101] http://prof-soehnholz.com/pureesg-ist-besser-als-smartesg/

haben zudem den Vorteil, dass sie sehr hohe Allokationen zu einzelnen Aktien beschneiden („Capped“). Gleichgewichtete ETFs[102] wären mir noch lieber, aber die gibt es leider nicht.

Da ich Banken und hochverschuldeten Unternehmen als besonders riskant ansehe, würde ich mein Geld in „islamische“ ETFs anlegen, die solche Unternehmen vermeiden. Die Allokation orientiert sich an der aggregierten Anlage in Emerging Markets: 2.400 Euro in entwickelte (ISIN IE00B27YCN58) und 600 Euro in Entwicklungsländer (IE00B27YCP72) mit jährlicher Rebalanzierung auf dieses Ausgangsgewicht. Zur detaillierten Begründung siehe „Islamic ETF Portfolio“ in „Das Diversifikator Buch“ im Archiv auf www.diversifikator.com.

SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance (12-2020)

SDG ETF-Portfolio: 2018 habe ich mit Anlageberatern gesprochen, die an einem fondsbasierten „Portfolio für Weltverbesserer“ interessiert waren. Anfang 2019 haben wir die Regeln für ein entsprechendes Portfolio aus günstigen Indexfonds entwickelt (ETF: Exchange Traded Funds). Heute gehört das SDG ETF-Portfolio zu den beliebtesten Portfolios von Diversifikator.

SDG steht dabei für die Sustainable Development Goals, also die Nachhaltigen Entwicklungsziele der Vereinten Nationen. Kunden nutzen es oft als Ergänzung zu unserem multi-asset ESG ETF-Portfolio oder in Kombination mit unserem ESG ETF-Portfolio Bonds (ESG: Environment, Social, Governance).

Ich habe bisher noch kein vergleichbares Portfolio eines anderen Anbieters gesehen. Hier sind die Details inklusive der Änderungen für 2021:

SDG ETF-Portfolio: Fokus auf relativen statt auf absoluten Impact

Wenn man streng ist kann man kritisieren, dass mit Aktien-ETFs kein zusätzliches Geld an Unternehmen fließt und deshalb auch kein absoluter Impact erreicht werden kann. Andererseits sollte man liquide Geldanlagen tätigen und nicht nur illiquide (Impact) Investments. Diese liquiden Anlagen sollten so verantwortungsvoll wie möglich sein.

Zwar kann man mit wenig Geld kaum Aktienkurse bewegen, aber das spricht nicht dagegen, möglichst vorbildlich zu investieren **und auch darüber zu reden**. Je mehr Nachahmer man findet, umso stärker können die Effekte sein. Diesen Ansatz nenne ich Relative Impact Investing (vgl. Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

SDG ETF-Portfolio: „Most-passive” Ansatz

[102] http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/

Wie alle Portfolios von Diversifikator folgt das SDG ETF-Portfolio der RETRO Investmentphilosophie. RETRO steht dabei für regelbasiert, evidenzbasiert, transparent, robust und optimierungsfrei (vgl. https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/Das-Diversifikator-Buch.pdf).

Weil das Portfolio auch für Anlagevermittler geeignet sein soll, besteht aus mehreren Fonds. Für andere Kunden gibt es seit 2017 bereits ein relativ konzentriertes SDG ESG-Portfolio aus Aktien (vgl. Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Wenn möglich, nutzt Diversifikator ETFs und keine aktiven Fonds. Exchange Traded Fonds (ETFs) sind typischerweise günstige Indexfonds. Gegenüber aktiven Fonds haben sie zudem den Vorteil, dass sie vorhersehbarer sind, weil sie regelbasiert sind. So weiß man eher, welche Wertpapiere warum im Portfolio vertreten sind und hat dadurch mehr Transparenz.

Als konzeptioneller Rahmen für ein solches Weltverbesserungsportfolio bieten sich dabei die 17 Sustainable Development Ziele der Vereinigten Nationen an. Das bedeutet, dass nur ETFs in das Portfolio aufgenommen werden sollen, die diese Ziele fördern. Um passende Fonds zu finden, kann man dabei mehrere Wege gehen.

SDG ETF-Portfolio: Kein Impact-Index Ansatz

Es ist naheliegend, für ein SDG ETF-Portfolio nur Impact-ETFs zu selektieren. Das Problem dabei ist, dass es bisher in Deutschland noch keine als solche bezeichneten Impact-ETFs gibt. Es gibt sogar nur wenige bekannte Impactindizes, auf die sich solche ETFs beziehen könnten. Und die Impactindizes die es gibt, sind mir nicht konsequent genug.

So nehmen die Impactindizes von MSCI Unternehmen auf, die mindestens 50% ihres Umsatzes mit den folgenden Themen machen: Basic Needs, Empowerment, Climate Change, Natural Capital und Governance (siehe hier). Selbst wenn man annimmt, dass die genannten Segmente voll im Einklang mit den SDG stehen, können so bis zur Hälfte des Umsatzes der Indexbestandteile mit einem nicht-SDG-Fokus gemacht werden können. Insbesondere ist dabei unklar, ob dieser nicht-kompatible Umsatz sogar schädlich im Sinne der SDG sein könnte, z.B. wenn er mit zu viel CO2-Produktion verbunden wäre.

Beispiele für möglicherweise unattraktive Indexbestandteile sind Johnson Matthey, die stark im Bereich der Metallrohstoffe und traditioneller Energie tätig sind, und Procter und Gamble, die beide zu den Top 10 Positionen in Impactindex von MSCI gehören (siehe hier). Das ist Anlegern, die Geld verantwortungsvoll anlegen wollen, nur schwer zu erklären.

SDG ETF-Portfolio: Branchenbasiertes Konzept

Alternativ kann man nur ETFs wählen, deren Bestandteile ganz überwiegend auf die Erreichung der SDG ausgerichtet sind, obwohl sie nicht explizit als Impact- oder SDG-konforme Fonds entwickelt wurden. Wir haben deshalb ETFs gesucht, die auf eines oder mehrere der 17 SDG Ziele fokussiert sind.

Dabei haben wir auch diskutiert, ob breit diversifizierte ETFs mit Fokus auf Emerging Markets für unser Portfolio zulässig sein sollten, da es bei den SDG im Wesentlichen darum geht, Bedürftigen zu helfen, die in Emerging Markets besonders zahlreich sind. Wenn man sich Fonds von Emerging Markets detailliert ansieht stellt man aber schnell fest, dass damit Länder bzw. Unternehmen gefördert würden, die mit den SDG oft nicht gut kompatibel sind. Der Fokus unseres SDG Portfolios liegt deshalb auf Branchen- und Themenfonds und nicht auf regionalspezifischen Fonds.

Anlegern muss dabei klar sein, dass es sich typischerweise um Portfolios von Unternehmen handelt, die in erster Linie dem Shareholder Value verpflichtet sind, d.h. gewinnorientiert sind. Anleger, die nur soziale und ökologische Ziele verfolgen und solche Unternehmen nicht unterstützen wollen, sollten ihr Geld daher lieber gemeinnützigen Organisationen spenden.

SDG ETF-Portfolio 2020: Fokus auf sieben Marktsegmente

Bei der Selektion von Branchen- und Themenfonds haben wir uns an den neuen Impact Investing Market Map der United Nations Principles for Responsible Investment vom August 2018 orientiert. Dieser Report führt insgesamt zehn Marktsegmente auf: Energieeffizienz, grüne Gebäude, erneuerbare Energien, nachhaltige Land- und Forstwirtschaft, Wasser, bezahlbares Wohnen, Erziehung, Gesundheit, inklusive Finanzen.

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

Nutzung fokussierter statt diversifizierter Branchenfonds

Für die Portfoliobildung sind wir noch einen Schritt weiter gegangen. Ein SDG-Ziel heißt „Good Health and Well Being“. Um dieses Ziel im Portfolio abzubilden, hätten wir sogenannte Healthcare-Fonds selektieren können. Solche Fonds investieren in alle Arten von Healthcare-Unternehmen. So hatten die Pharmaunternehmen Novartis und Roche Ende Februar 2019 einen Anteil von über einem Drittel am iShares STOXX Europe 600 Health Care UCITS, und auch das US Pendant dazu wird stark von großen Pharmakonzernen dominiert.

Außerdem sind solche Aktien meist bereits über traditionelle Fonds in den Portfolios von Anlegern enthalten. Die Investition in das SDG Portfolio sollte aber nur zu wenigen Überschneidungen mit Portfolios typischer Anleger führen.

Wir haben deshalb lieber fokussierte Biotech- und Healthcare-Fonds selektiert, die Gesundheit vor allem durch den Einsatz neuer Technologien fördern wollen. Die einzige Ausnahme davon war ein diversifizierter Infrastrukturfonds, da Infrastruktur allen Nutzern zugutekommt. Wir haben aber einen Infrastrukturfonds genutzt, der die konventionelle Energieproduktion möglichst ausschließt, also vor allem auf sogenannte Kern-Infrastruktur setzt.

SDG ETF-Portfolio: Ohne diversifizierte Technologie- oder Diversitätsfonds

Wir haben auch diskutiert, branchenübergreifende Technologiefonds, von denen wir annehmen, dass die darin enthaltenen Unternehmen die SDG-Ziele fördern können, in unser Portfolio aufzunehmen. Allerdings haben wir uns dagegen entschieden, weil diese meist relativ hohe Anteile von Wertpapieren enthalten, die in vielen traditionellen Anlegerportfolios schon enthalten sein sollten oder die nicht unbedingt nachhaltig erscheinen.

Der vom Titel her interessante Emerging Markets Internet & Ecommerce Fonds enthält z.B. als größte Positionen Unternehmen wie Alibaba oder Tencent oder Baidu, die man als verantwortungsvoller Anleger nicht unbedingt im Portfolio haben möchte (Stichworte „China“ und „Datenkrake“). In unseren Aktienfonds sind Chinesische aber auch russische Unternehmen ausgeschlossen, weil diese Länder zu den 50% schlechteren nach Rule of Law gehören.

Wir haben auch Inclusion, Gender, Diversity, Low Carbon und Circular Economy ETFs nicht in das Portfolio aufgenommen, weil diese viele Unternehmen enthalten können, die typischerweise als nicht nachhaltig gelten.

Die oben genannte Impact Map der Vereinigten Nationen führt insgesamt zehn Marktsegmente auf. Bezahlbares Wohnen, Erziehung und inklusive Finanzen konnten zumindest Anfang 2020 noch nicht mit ETFs abgedeckt werden.

SDG ETF-Portfolio: Kein ESG-Portfolio

Wie die bisherigen Überlegungen zeigen, soll das Impact-Portfolio ein verantwortungsvolles Portfolio sein. Es gab jedoch zum Portfoliostart noch keine Branchen- bzw. Themen-ETFs, die nachhaltige Ausschlüsse nutzen oder die ESG-Mindestanforderungen (Environment, Social, Governance) an die in den Fonds vertretenen Unternehmen stellen. Das SDG ETF-Portfolio kann deshalb Wertpapiere enthalten, die in streng nachhaltigen Portfolios ausgeschlossen wären (zur Nachhaltigkeitsmessung vgl. PRISC – Policy for Responsible Investment Scoring: Die Taxonomiealternative von der DVFA – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com). Da nachhaltig orientierte Anleger meist keine synthetischen ETFs mögen, werden solche nicht für das Portfolio zugelassen.

Wenn man sein Geld strenger nach Impactkriterien anlegen möchte, muss man direkte Portfolios nutzen (vgl. Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Gleichgewichtete Portfoliobildung mit jährlicher Rebalanzierung

Insgesamt haben wir Ende 2019 nur 13 ETFs gefunden, die unseren Impactanforderungen entsprechen. Für das Startportfolio werden die sieben Segmente und die jeweils verfügbaren ETFs innerhalb der Segmente gleichgewichtet. Zum Jahresende werden alle Segmente und passenden ETFs innerhalb der Segmente wieder gleichgewichtet.

Wie bei den anderen Portfolios von Diversifikator auch, werden einmal jährlich die Regeln überprüft. So ist davon auszugehen, dass künftig weitere ETFs auf den Markt kommen, die für das Portfolio in Frage kommen. Außerdem kann es sein, dass einige der ETFs im Laufe der Zeit vom Markt genommen werden, weil nicht genug Nachfrage für die generiert wurde.

Risikodifferenzierung: Kombination mit ESG Anleihen oder Trendfolgenutzung

Den hier skizzierten Branchen- und Themen-Ansatz kann man zudem bisher nur mit Aktienfonds umsetzen, denn es gibt noch keine ähnlich fokussierten Anleihe-ETFs. Auch Green Bond ETFs enthalten oft Anleihen von wenig nachhaltigen Emittenten. Anleger können das SDG-ETF Portfolio aber je nach Risikoneigung mit einem Anleihe ESG ETF-Portfolio kombinieren.

Für ausgewogene Portfolios kann man aber auch entsprechende Anteile an Tagesgeld halte oder ab Ende 2020 das neue SDG ETF Portfolio Trend mit einem regelbasierten Risikomanagement nutzen.

SDG ETF-Portfolio: Megatrendportfolio ohne Trendprognosen

Wenn man sich die Zusammensetzung des Portfolios mit den 13 ETFs aus den Segmenten Biotech und Healthcare, Infrastruktur, grünen Immobilien, erneuerbaren Energien und Elektromobilität ansieht, erinnert es am ehesten an ein sogenanntes Megatrend-Portfolio. Anders als bei Megatrend-Portfolios, werden aber keine Trendprognosen benötigt, da die Marktsegmente konzeptionell aus den SDG abgeleitet wurden.

2020: +11,9% sind eine sehr gute Performance

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

Das SDG ETF-Portfolio hat sich bisher sehr gut entwickelt. Bis zum 4.12. hat es 11,9% an Wert gewonnen, nachdem 1,2% für Kosten abgezogen wurden. Das sind 7,5 Prozentpunkte mehr als ein Weltaktien-ETF. Beide haben im schwierigen Jahr 2020 mit 34 bzw. 33% vergleichbare maximale Verlustkennzahlen.

SDG ETF-Portfolio 2021: Noch klarerer SDG-Fokus

In 2020 sind zahlreiche neue Themen-ETFs an den Markt gekommen. Außerdem wird klarer, welche dieser Themen besonders kompatibel mit den Nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) sind.

Für die Entscheidung, welche Themen in das Portfolio aufgenommen werden, nutzen wir jetzt nicht mehr nur die Impact Investing Market Map der Principles for Reponsible Investments sondern auch die neue Sustainable Development Investments Asset Owners Platform.

Statt der 7 Marktsegmente aus dem Vorjahr zu nutzen können wir Themen-ETFs jetzt direkt einzelnen der 17 SDG zuordnen. Dabei finden wir ETFs für 11 der 17 SDGs. Nur für die Ziele 1, 2, 8, 10, 16 und 17 konnten wir noch keine ETFs identifizieren.

Einzelne der SDG-Ziele können wir dabei unterteilen, z.B. Gesundheit in die Bereiche Healthcare und Biotechnologie, SDG 9 in traditionelle und IT-Infrastruktur, SDG 11 in Smart Cities und Immobilien und SDG 15 in Land- und Forstwirtschaft. So kommen wir auf insgesamt 16 Marktsegmente. Wir haben für 2021 aus jedem dieser Segmente nur einen ETF selektiert. Das ist anders als im Vorjahr, in dem einzelne ETFs bei einem vergleichbaren Vorgehen unseres Erachtens zu hohe Anteile bekommen hätten.

Unsere Anforderungen an die ETFs sind dabei vielfältig. Die selektierten ETFs sollen physisch und nicht synthetisch sein. Außerdem soll der Fokus der ETFs nicht auf Largecaps liegen, denn kleine Unternehmen sind normalerweise stärker fokussiert – in diesem Fall auf SDGs – als Großunternehmen. Deshalb präferieren wir auch konzentrierte und nicht diversifizierte ETFs. So sollen außerdem zu starke Überschneidungen mit anderen SDG-Segmenten aber auch mit anderen Portfolios von Anlegern vermieden werden.

Inzwischen sind sogar einige Themen-ETFs verfügbar, die ESG-Kriterien nutzen. Solche ETFs werden präferiert. Wenn nach diesen Kriterien noch gleichwertige ETFs vorhanden sind, soll der kostengünstigere ETF ausgewählt werden.

SDG ETF-Portfolio 2021: 16 ETFs von 7 Anbietern

Mit diesen Kriterien kommen wir zu einem neuen Startportfolio von 16 ETFs von 7 Anbietern mit den Themen Sauberes Wasser, Blue Economy und erneuerbare Energien, Batterien und Elektromobilität, Cybersecurity, Cloud Computing und digitale Bildung, und Smart Cities, grüne Immobilien, nachhaltige Nahrungsmittel, Agrar- und Forstwirtschaft, Biotechnologie, medizinisches Cannabis und Gesundheitswesen. Die 16 Themen-ETFs werden gleichgewichtet in das Portfolio genommen.

Der ETF-Marktührer iShares ist mit 4 ETFs vertreten aber dann folgen ETFs kleiner bzw. neuer Anbieter wie Rize (4), L&G (3), Lyxor (2) sowie je ein ETF von BNP, Credit Suisse und Wisdom Tree. Drei der ETFs nutzen explizit ESG Kriterien.

Die ETF-Kosten für das Portfolio liegen bei ca. 0,45% p.a., was etwas unterhalb der Kosten von 2020 liegt. Wenn man die 0,25% Gebühr von Diversifikator hinzurechnet, kommt man bei günstiger Umsetzung auf eine trotzdem relativ geringe Gesamtkostenquote. Zu Beginn könnte der Handel einiger der teilweise noch sehr kleinen ETFs aber noch schwierig bzw. relativ teuer sein.

Das Portfolio kann von Selbstentscheidern und -umsetzern zu Kosten von 1,2% p.a. über die Diversifikator GmbH bezogen werden. Zu ähnlichen Konditionen ist es das Portfolio inklusive Beratung und Verwaltung bei der Deutschen Wertpapiertreuhand erhältlich.

WERTPAPIERSELEKTION UND MIT FOKUS AUF ESG UND IMPACT

SMART BETA BEDROHT VOR ALLEM SINGLE-ASSETKLASSEN PORTFOLIOMANAGER (10-2014)

Smart Beta kann man im engeren Sinn als regelbasierte und nicht-kapitalgewichtete Wertpapiergewichtung und im weiteren Sinn zusätzlich als regelbasierte Positions- bzw. Wertpapierselektion definieren. Die Ansätze sind oft wissenschaftlich basiert, haben sich teilweise in extensiven Backtests bewährt und sind meist transparent. Noch dazu scheint Smart Beta oft günstig angeboten zu werden. So gelingt es Smart Beta Anbietern, sogar ohne Track Record teilweise erhebliche Assets in relativ kurzer Zeit einzusammeln.

Smart-Beta Portfolios bzw. Fonds sind vor allem eine Konkurrenz für Assetklassen-spezifische „aktive“ Fonds bzw. Manager, weniger für Multi-Asset Ansätze.

Sogenannte aktive Portfoliomanager haben selten volle Handlungsfreiheiten. Das findet man vielleicht bei Managern, die nur ihr eigenes Geld managen. Selbst nur wenig regulierte Hedgefondsmanager, die fremdes Geld managen, unterwerfen sich selbst bestimmten Regeln, anders wird es ihnen kaum gelingen, externe Investoren für sich zu gewinnen.

Der überwiegende Teil der Portfoliomanager arbeitet in einem stark regulierten Umfeld. Die meisten dieser Manager sind bei großen Anbietern angestellt. Die wenigsten von ihnen werden ihre Fonds selbst entwickelt haben, sondern sie übernehmen oft bereits bestehende Ansätze. Die überwiegende Zahl der Fonds ist benchmarknah ausgerichtet. Das liegt daran, dass Assetmanager sich vor allem vor zu starken Benchmarkabweichungen fürchten bzw. institutionelle Anleger, die die meisten Assets anlegen, nur geringe Benchmarkabweichungen (Tracking Error) tolerieren.

Statistisch können nur sehr wenige „aktive“ Fonds ihre Benchmarks dauerhaft schlagen. Aber auch nur sehr wenigen Managern von Fonds mit größeren Freiheiten gelingt es, dauerhaft besser als die Benchmark bzw. ihre Wettbewerber zu sein.

Indextracker-Fonds mit ihren oft geringen Kosten sind daher eine ernste Konkurrenz für viele aktive Fondsmanager. Bisher hatten die aktiven Manager aber oft noch bessere Marketing-„Stories“. So gibt es Value-, Growth-, Small-Cap, Momentum- und Volatilitätsspezialisten, die mit ihren Ansätzen die klassischen Benchmarks schlagen wollten. Das ist zumindest in Backtests und periodenweise auch im Livebetrieb dem einen oder anderen Ansatz auch gelungen. Schon bisher war es aber so, dass Faktoranalysen gezeigt haben, dass auch auf Faktoren fokussierte „aktive“ Fondsmanager kaum dauerhaft Outperformance gegenüber ihren Faktorbenchmarks generieren konnten. Und jetzt gibt es relativ günstige Smart-Beta Index bzw. Faktor-Produkte für Value-, Low-Vola etc.. Smart-Beta Produkte werden daher künftig kaum von aktiven Managern outperformt werden.

Dabei hat Smart-Beta die zusätzlichen Vorteile, voll regelbasiert, prognoseunabhängig und grundsätzlich transparent zu sein. Allerdings sind Smart-Beta Produkte meist stark diversifiziert und inflexibel. Es gibt normalerweise keine Mechanismen, die Regeln zu

ändern, selbst wenn bessere Erkenntnisse aus der Praxis, aus der Wissenschaft oder aus neuen Ideen und Backtests vorliegen.

Genau das erscheint die Lücke für den künftigen aktiven Fondsmanager zu ergeben. Um es mit Smart-Beta aufzunehmen, kann er auch voll regelbasiert, prognosefrei und transparent agieren. Seine Hauptrolle sollte aber in der permanenten Überprüfung und Weiterentwicklung der Regeln liegen. Das ist anspruchsvoll und zeitaufwändig. Verständnis wissenschaftlicher Untersuchungen bzw. der Strategien erfolgreicher internationaler Wettbewerber und deren sorgfältige Überprüfung erfordern viel Knowhow, Zeit, gute Daten und Systeme. Fundierte Regeländerungen werden daher nicht sehr häufig vorkommen. Gute Regeln ermöglichen es aber, auch konzentrierte Portfolios anzubieten, die eher Outperformancechancen bieten als stark diversifizierte Portfolios. Das Profil eines solchen Portfoliomanagers nähert sich daher dem Profil eines Researchers an. Der entscheidende Unterschied liegt in dem Umfang, in dem der Portfoliomanager künftig Regeländerungen beeinflussen kann.

In Bezug auf Multi-Assetprodukte ist die die Smart-Beta Konkurrenz für nicht so stark. Das liegt daran, dass es – anders als bei Single-Asset Erfolgsfaktoren wie „Value“ – keine anerkannten Indizes bzw. Fondsuniversen gibt, an denen man sich orientieren kann. So wird ein Single-Assetklassen Value-Produkt normalerweise in Bezug zu einem traditionellen Index oder eindeutigen Wertpapieruniversum gebildet. Die Regel kann z.B. lauten, dass aus einem traditionellen Index oder aus allen deutschen Aktien nur die Aktien mit den besten Value-Bewertungen selektiert werden. Zwar können Methoden der Value-Bestimmung und auch Gewichtungsmethoden voneinander abweichen, aber trotzdem sind die Smart-Beta Ansätze gut untereinander und mit „aktiven“ Value Fonds vergleichbar.

Es gibt aber keine anerkannten Multi-Asset Indizes bzw. Universen. Multi-Asset Smart-Beta gibt es z.B. in Form von Risk-Parity oder Best-of-2 Ansätzen. Dabei werden typischerweise Aktien und Anleihen als Universen genutzt. Allerdings gibt es keinen anerkannten Welt-Anleiheindex bzw. einheitliches Universum, auf die sich solche Ansätze beziehen können und andere Anlageklassen werden ausgeklammert oder mehr oder weniger willkürlich hinzugenommen. Damit werden Multi-Asset Smart Beta Produkte zu Produkten, bei denen zumindest die Selektion des Anlageuniversums recht willkürlich bzw. aktiv ist. So werden auch Produktvergleiche schwierig und es können sich kaum anerkannte Multi-Asset Smart-Beta Benchmarks bilden.

Und Smart Beta, welches meist über ETFs angeboten wird, hat Vermarktungsnachteile. Schon einfache ETFs sind erklärungsbedürftig: Warum wird welcher Index verwendet? Warum wird welche Replikationsmethode verwendet? Wie ist die Tracking Differenz zu erklären? Ist die Liquidität jederzeit gewährleistet? Für Smart Beta ETFs müssen zusätzlich die smarten Regeln erklärt und begründet werden.

Bisher werden aber selbst normale ETFs kaum an Privatanleger verkauft, insbesondere nicht für langfristige Kapitalanlagen. Das liegt vor allem daran, dass ETFs keine Vertriebsprovisionen zahlen können. Und auch Smart-Beta ETFs können keine Vertriebsprovisionen zahlen. Welcher Berater, außer den Smart-Beta Anbietern selbst, wird dann Smart Beta verkaufen? Smart Beta Dachfonds dagegen können Provisionen zahlen. Sie

sind aber eher aktiv als passiv. Und auch Honorarberater könnten Smart Beta einsetzen. Honorarberatung befindet sich in Deutschland aber immer noch in den Kinderschuhen.

Aktives Management hat daher vor allem in Bezug auf Multi-Asset Ansätze eine Zukunft während Single-Asset Ansätze bedroht sind, besonders wenn die von Anbieterprovisionen unabhängige Beratung stark zunimmt.

GUTE FAKTORINVESTMENTS SIND SCHWIERIG (6-2015)

Anfang 2015 gibt es in den USA schon über 350 Smart Beta bzw. Faktor ETFs und ca. 20% der ETF-Netto-Zuflüsse fließen in solche Produkte[103].

Hier sind einige Fragen für faktorbasierte Investments:

- Welche Faktoren sollen ins Portfolio aufgenommen werden: Die drei ursprünglichen Fama French Faktoren, zusätzlich Momentum (s. Carhart), die vier Faktoren von Hou/Xue/Zhang oder die fünf Faktoren des relativ neuen Modells von Fama French oder die sechs Faktoren, die der Staatsfonds von Singapur nutzt oder noch andere Faktoren[104]?
- Wie sollen sie ins Portfolio aufgenommen werden: Long, Long/Short, mit oder ohne Leverage?
- Wie sollen sie angewendet werden: Individuell oder kombiniert, parallel oder sequentiell, wie sind die Gewichtungs- und Rebalanzierungsregeln?

Nehmen wir an, dass nur Faktoren im Portfolio berücksichtigt werden sollen, die sich in wissenschaftlich durchgeführten Rückrechnungen bewährt haben sind und vergessen wir, dass es zumindest nach Poppers kritischem Rationalismus eigentlich keine solchen Bestätigungen geben kann. Dann tauchen bei aktuellen Recherchen folgende Faktoren auf: Value, Small Cap (inzwischen besonders oft skeptisch betrachtet), Qualität, Investment, Profitabilität, Momentum und Volatilität. Das sind alles Aktienfaktoren. Faktoren, die andere Assetklassen betreffen, sind bisher relativ wenig untersucht worden.

Untersuchungen zeigen, dass diese Faktoren offenbar in einigen Regionen „funktionieren“, allerdings auch nicht immer, und in anderen Regionen sogar nur selten. Getestet wird meist die sogenannte akademische Long/Short Variante, also die besten Value-Aktien eines werden „long“ gekauft und die schlechtesten leerverkauft. Die Umsetzung von Leerverkäufen ist aber für viele Investoren aus aufsichtsrechtlichen, internen oder umsetzungstechnischen Gründen – z.B. für wenig liquide Aktien – nicht in ausreichendem Umfang möglich bzw. sinnvoll. Reine Long-Portfolios der „guten“ Faktoren bringen aber meist wesentlich geringere positive Effekte für ein Portfolio als die Long/Short Varianten.

---

[103] Eine wichtige Quelle für diesen Abschnitt ist Cocoma/Czasonis/Kritzman/Turkington: Facts about Factors, Arbeitspapier (2015)

[104] Siehe dazu auch den Abschnitt „Multi-Faktorallokation versus klassische Asset-Allokation“

Eine mögliche Alternative zu auf Einzelaktien basierenden Portfolios für Anleger sind Long-Only (sogenannte Smart Beta) Faktor ETFs. Wenn man gute Weltaktienvalue-ETFs oder Weltaktien-Small-Cap ETFs etc. kaufen könnte, dann würde man hunderte der – nach Definition des Anbieters – besten Value, Small-Cap, Low-Volatility etc. Aktien ins Portfolio nehmen. Andernfalls muss man meist Regionen- oder länderspezifische Faktor-ETFs kaufen und diese zu einem Portfolio kombinieren, denn es gibt bisher nur einige globale Faktor-ETFs. Ob das gute Portfolios ergeben würde, ist nicht klar: Welche Länderallokation resultiert daraus, welche Währungsabhängigkeiten und welche Sektorenabhängigkeiten etc.? So gibt es Untersuchungen die zeigen, dass manche Faktorportfolios zu hohen Branchenabhängigkeiten führen können.

Wozu ich noch gar kein Research gesehen habe ist die Frage, welche Rolle die Anwendungsreihenfolge der Faktoren führt. Wenn man z.B. besonders viel von den Faktoren Value, Small Cap und Low-Volatilität hält, könnte man alle guten Value, alle Small Cap und alle Low-Vola-Aktien weltweit kaufen. Das ist aber besonders für Umschichtungen sehr aufwändig und bietet sich nur für sehr große Anleger an. Wenn man beispielsweise maximal 100 Aktien im Portfolio haben möchte, könnte man zunächst die Allokation zu den Faktoren bestimmen. Danach kann man dann bei z.B. 3 relevanten Faktoren die jeweils 33 besten Aktien kaufen.

Alternativ kann man sich mehrere Faktor-ETFs kaufen. Im Small Cap ETF werden aber auch Growth-Wertpapiere sein, im Value-ETF auch Large Caps. etc.. Für ein ideales Faktorportfolio muss man daher weitere Entscheidungen treffen. So könnte man die 99 besten Aktien kaufen, die nach allen 3 Kriterien bewertet werden und welche die besten 3-Faktoren Scores haben. Auch andere Regeln sind möglich, z.B. sequentielle Filter wie Auswahl der tausend besten Value Aktien und daraus dann die mit der geringsten Kapitalisierung und so fort. Die so generierten Faktor-Portfolios werden sich wahrscheinlich erheblich unterscheiden.

Und wie werden die selektierten Aktien dann im Portfolio gewichtet bzw. rebalanziert? Es gibt Analysten die meinen, dass ein erheblicher Teil von angeblicher Faktor-Outperformance gegenüber kapitalgewichteten Indizes durch Rebalanzierungen erklärt werden kann. Wenn man bedenkt, dass Kapitalgewichtungen, zumindest nach den meisten mir bekannten Untersuchungen, fast allen anderen Gewichtungsregeln unterlegen sind, sollte man potentielle Outperformance von Faktorinvestments zunächst einmal mit unterschiedlichen nicht kapitalgewichteten Benchmarks vergleichen.

Was sich zunächst sehr überzeugen anhört und oft als wissenschaftlich basiert verkauft wird, ist also immer von zahlreichen Entscheidungen abhängig. Das gilt besonders für Multi Faktor Portfolios. Diese Entscheidungen und auch die Gründe für diese Entscheidungen sollten transparent gemacht werden. Das kann relativ schnell komplex werden. Multi Faktor ETFs sind daher ähnlich wie Multi Asset ETFs eine eher geringe Bedrohung für sogenannte aktive Manager. Viel wichtiger erscheint die Analyse von Faktorabhängigkeiten klassischer Portfolios, wie sie, inklusive Analyse nicht-linearer Zusammenhänge, schon viele Jahre zur Beurteilung von Hedgefonds verwendet werden.

SIND FAKTOR- BZW. SMART-BETA ETFS GUT FÜR ANBIETER ABER SCHLECHT FÜR ANLEGER? (7-2016)

Institutionelle deutsche Anleger legen seit einiger Zeit relativ viel Geld in Faktor- bzw. Smart-Beta ETFs an. Wichtige Argumente dafür sind die angeblich erwiesene Outperformance von klassischen Benchmarks und günstige Kosten im Vergleich zu „aktiven" Fonds.

Die statistische Outperformance von klassischen Benchmarks ist umso erstaunlicher, weil bekannt ist, dass aktive professionelle Fondsmanager diese klassischen Benchmarks meist nicht schlagen können. Wenn diese Manager einfache Smart-Beta bzw. Faktorstrategien angewendet hätten, hätten sie diese Benchmarks aber relativ einfach schlagen müssen. Warum haben sie das nicht getan? Waren ihnen diese Strategien zu einfach und hatten sie Sorge, ihre Gebühren nicht rechtfertigen zu können? Oder haben sie versucht einfache Faktorstrategien umzusetzen, damit aber keine guten Anlageergebnisse erreicht?

Unter klassischen Benchmarks sind vor allem kapitalgewichtete Indizes zu verstehen. In den meisten uns bekannten Studien die verschiedene Faktor-Indexmethoden vergleichen, schneiden kapitalgewichtete Indizes am schlechtesten ab, zumindest in Bezug auf Rendite und Sharpe-Ratios, also risikoadjustierte Renditen. Die vom jeweiligen Autor der Studie präferierte Gewichtungsmethode schneidet in der Regel am besten ab (oder wird deshalb präferiert). Allerdings unterscheidet sich die präferierte Methode von Autor zu Autor oft stark und selbst bei ähnlich lautenden Indizierungsmethoden wie „Low Risk" wird „Low Risk" oft unterschiedlich definiert.

Interessanterweise schneiden in solchen Vergleichsstudien gleichgewichte Aktienportfolios fast immer gut ab. Als Small Cap und Value noch gut liefen, wurde das auf eine Small Cap oder Value Übergewichtung von gleichgewichteten im Vergleich zu kapitalgewichteten Indizes zurückgeführt. Das gute Abschneiden von Gleichgewichtung ist aber auch in Phasen festzustellen, in denen Small Cap oder Value nicht gut laufen.

Es gibt aber relativ wenige gleichgewichtige ETFs. Warum ist das so? Haben auch ETF-Anbieter einen Anreiz, eher komplexere Strategien anzubieten, z.B. weil gleichgewichtete Anlagen sich nicht so attraktiv anhören wie „wissenschaftlich basierte" komplexere Strategien?

Faktor-ETFs nutzen aber nicht nur andere Gewichtungen als Kapitalgewichtungen, sondern zum Teil auch andere (regelbasierte) Titel-Selektionsmethoden. Ich habe bewusst noch keine Studie gesehen, welche die Outperformance von Faktor-Ansätzen nach Gewichtungs- und nach Selektionsbeiträgen trennt. Ich habe auch noch keine Faktor-ETFs gesehen, die sich an gleichgewichteten Benchmarks messen. Ich vermute, dass das Ergebnis enttäuschend sein würde und Gleichgewichtung einen erheblichen Teil von angeblicher Faktor-Outperformance gegenüber kapitalgewichteten Indizes erklären kann.

Anleger möchten zudem auf Faktoren setzen, die künftig outperformen. Verlässliche Faktorperfomance und -risikoprognosen sind aber sehr schwierig. Studien zeigen, dass mit dem Bekanntwerden von angeblicher vergangener Faktoroutperformance diese relativ schnell

und fast vollständig verschwinden kann. Vergangene Faktor-Outperformance ist also keine gute Indikation für künftige Faktor-Outperformance. Und Multi-Faktor Anlagen erhöhen die Single-Faktor Probleme nur.

Anleger können trotzdem vom Faktor-ETF Trend profitieren. So ist es sinnvoll, Faktoranalysen seiner Bestandsportfolios zu machen. Teure Faktorabhängigkeiten z.B. in Form von Hegefonds-Investments kann man, wenn deren Faktorabhängigkeiten im Zeitablauf relativ stabil sind, durch wesentlich billigere Faktor-ETFs ersetzen. Und wenn man an Faktortiming glaubt, kann man das selbst mit Faktor-ETFs umsetzen oder an einen Manager delegieren, der niedrigere Gebühren als Hedgefondsmanager verlangt.

In Ermangelung guter Faktorprognosefähigkeiten sollte man eine möglichst breite Faktordiversifikation in seinem Portfolio anstreben. Der konzeptionell überzeugendste Ansatz ist es, ein Portfolio möglichst günstiger klassischer ETFs oder Indexfonds zu bilden. Dann wird die Faktordiversifikation dieses Portfolios gemessen. Wenn man Faktorabhängigkeiten des Portfolios ändern möchte, kann man dafür durchaus Faktor-ETFs einsetzen. Dafür braucht man allerdings idealerweise auch Short-Faktor ETFs oder entsprechende Faktor-Derivate, die noch ziemlich selten angeboten werden. In Anbetracht der Vielzahl möglicher Faktoren stellt sich bei diesem Ansatz vor allem die Frage, welche Faktoren man im Portfolio in welcher Höhe minimal oder maximal berücksichtigt haben möchte.

Um kapitalgewichtete Indizes dauerhaft zu schlagen, bieten sich am ehesten gleichgewichtete Portfolios an, bei denen man allerdings auf geringe Implementierungs- bzw. Rebalanzierungskosten achten sollte.

Taxonomie verantwortungsvoller Geldanlagen: Praxisorientierter Vorschlag (9-2018)

Anleger und Berater kritisieren zurecht, dass eine praxistaugliche Taxonomie bzw. Klassifizierung für verantwortliche Geldanlagen fehlt bzw. dass die Konzepte verantwortungsvolle, nachhaltige, Impact, ESG (Environmental, Social, Governance), SRI (Socially responsible investment) Investments etc. nicht eindeutig definiert werden (zur Bedeutung s. hier[105] und hier[106]). Daher ist es bisher schwer, unterschiedliche Angebote miteinander zu vergleichen. Hier ist ein Vorschlag[107], der soeben von der Deutschen Vereinigung für Finanzanlage und Asset Management e.V. vorgelegt wurde und dessen Co-Autor ich bin. Darin sind die Kernbegriffe definiert und Operationalisierungen ermöglicht. Das Dokument der DVFA, das auch in Englisch erhältlich ist, beinhaltet zusätzlich ausführliche Begründungen für das gewählte Vorgehen.

Teil 1: Begriffsklärungen/Taxonomie

[105] http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-interessante-veroeffentlichungen/
[106] http://prof-soehnholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/
[107] http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf

Verantwortungsvolle Investments

„Verantwortungsvolle Investments“ („Responsible Investments“ in Englisch) ist der von uns genutzte Oberbegriff. Verantwortungsvolle Investments umfassen alle drei Dimensionen Ökologie, Soziales und Unternehmensführung/Governance.

Nachhaltige Investments

Es gibt verschiede Ausprägungen verantwortungsvoller Investments. „Nachhaltige“ („Sustainable“ in Englisch) Investments umfassen die Kategorien Umwelt und Soziales. Sie berücksichtigen jedoch üblicherweise keine Unternehmensführungskriterien.

Socially Responsible Investments (SRI)

Der Begriff „Socially Responsible Investments“ (SRI) sollte – anders als bisher – künftig für die soziale Dimension genutzt werden.

ESG Portfolios

ESG-Portfolios nehmen nur Wertpapiere auf, die nach spezifischen E, S und G Ratings nicht zu den schlechtesten gehören.

Ausschlussportfolios

Ausschlußportfolios schliessen spezifische Investment explizit aus, wie z.B. Streubomben.

Ethische Portfolios

Ethische Portfolios umfassen Bestandteile, die nach ethischen (oft religionsabhängigen) Kriterien selektiert werden.

Themenportfolios

Themenportfolios beeinhalten Wertpapiere, die „verantwortungsvollen“ Themen wie „erneuerbare Energien“ zugeordnet werden können.

Impactinvestments

Impactinvestments versuchen aktiv Änderungen zu bewirken. Sie beziehen sich oft nur auf eine der Kategorien E, S oder G. Philanthropische Aktivitäten haben typischerweise ausschließlich nicht-finanzielle Ziele und werden daher nicht als „Investments“ angesehen und hier nicht thematisiert. Impactinvestmentangebote haben oft geringe Renditeanforderungen als andere der hier genannten Investmentkategorien weil sie partiell philanthropische Ziele verfolgen.

Begriffskombinationen

Begriffe können kombiniert werden. Z.B. sind „Impact ESG“ Portfolios solche, die beiden Anforderungen genügen und „ESG Ausschlußportfolios“ nutzen „positiv“ ESG Selektionskriterien und „negativ“ zusätzlich Ausschlüsse.

Teil 2: Operationalisierung der Taxonomie

Ausschlüsse

Ausschlußportfolios (Exclusion-Portfolios): Es sollten alle Ausschlusssegmente präzise aufgeführt werden, auch die Anzahl der Ausschlußsegmente. Es sollte idealerweise genannt werden, wie viel Prozent von einem zulässigen Vergleichsindex (z.B. Weltaktien bei einem globalen Aktienportfolio) zum Prüfungszeitpunkt ausgeschlossen werden. Es gibt keine Mindestanforderungen an die Zahl der Ausschlüsse.

Ausschluss von Assets aus einem Portfolio bedeutet grundsätzlich, dass keine Mindestgrenzen zulässig sind („0% Regel“). Das heißt, dass es künftig nicht zulässig sein wird, mit dem Label „Ausschluss“ zu werben, wenn z.B. 5% vom Umsatz mit „ausgeschlossenen“ Bereichen erzielt werden dürfen. Neben Umsätzen können – falls besser passend bzw. verfügbar – auch Unternehmensergebnisse oder andere Maßgrößen herangezogen werden, die aber transparent gemacht werden müssen. Dabei müssen nur vom Emittenten „berichtete“ bzw. aus anderen Quellen mit vertretbarem Aufwand beschaffbare Informationen berücksichtigt werden.

Außerdem können Handels- und Dienstleister anders als Produktionsunternehmen behandelt werden. So haben breit aufgestellte Einzelhandelsunternehmen typischerweise alkoholische Produkte im Angebot. Sie sollen deshalb aber nicht unbedingt aus einem breit gestreuten Portfolio ausgeschlossen werden, selbst wenn dieses Alkoholproduzenten explizit ausschliesst. Solange marktführende Datenanbieter die entsprechenden Daten (noch) nicht zu vertretbaren Kosten liefern können, sind weiterhin Mindestgrenzen zulässig. Dabei darf maximal 5% des Umsatzes bzw. der relevanten Maßgröße eines Emittenten im ausgeschlossenen Bereich erfolgen. Auf diese Ausnahmen von der 0%-Regel muss hingewiesen werden.

Ethische (christliche, islamische etc.) Portfolios fallen typischerweise unter Ausschlussansätze.

Es kann auch aufgeführt werden, wie viele Segmente ausgeschlossen werden. Anbei die Liste der typischen Ausschlüsse :

- Waffen (Produktion und Handel)
- Menschenrechtsverletzungen
- Arbeitsrechtsverletzungen
- Glücksspiel
- Korruption und Bestechung

• Tabak
• Pornografie
• Alkohol
• Kernenergie
• Umweltzerstörung

Weitere anerkannte Ausschlusssegmente:

• Fossile Energien
• Todesstrafe
• Pharmazie
• Rindfleisch/Kuhmilchproduktion

Impact und Themen-Portfolios

Impact-Portfolios: Es muss angegeben werden, welche und wie viele UN Global Compact Sustainable Development Goals (SDG) mit dem Portfolio realistisch angestrebt werden. Alle Wertpapiere in einem Impact-Portfolio müssen mindestens einem Ziel der SDG dienen.

Themenportfolios wie „Erneuerbare Energien“ bzw. „Green Bonds“ müssen 100% – mit Ausnahme von Cash – in Wertpapiere bzw. Projekte der jeweiligen Themen anlegen.

ESG Portfolios

Portfolios, die nicht mindestens die schlechtesten 10% nach E, S und G (separat) ausschließen (Best-in Universe Betrachtung bezogen auf alle Daten des jeweiligen Datenanbieters), dürfen nicht als ESG Portfolios bezeichnet werden.

Begründung: ESG-Ratings können unterschiedlich ausgestaltet werden. ESG-Scoring erfolgt aber selten für ein komplettes Universum von Wertpapieren, sondern oft vorwiegend für tendenziell höher kapitalisierte Unternehmen. Höher kapitalisierte Unternehmen haben mehr Ressourcen aber auch mehr Anreize, sich nach ESG-Kriterien gut zu positionieren. Es ist zudem zu erwarten, dass die schlechtesten Wertpapiere nach ESG-Kriterien bei den unterschiedlichen Ratinganbietern sich weniger unterscheiden werden, als Wertpapiere, die von Ratingagenturen das Urteil „durchschnittlich“ erhalten. Beide Argumente sprechen dafür, nur zu verlangen, dass die schlechtesten Wertpapiere systematisch ausgeschlossen werden müssen.

In einem breit gestreuten Portfolio (z.B. Weltaktien), können ohne nennenswerte Diversifikationsverluste auch strengere Mindestanforderungen, z.B. Ausschluß der schlechtesten 25%, angestrebt werden. Bei kleineren Anlageuniversen, z.B. deutschen Mid-Cap Aktien, würde der Ausschluß der schlechtesten 25% des Ratinganbieters jedoch möglicherweise zu sehr kleinen zulässigen Anlageuniversen führen.

Es können zusätzlich die Mindestanforderungen an E, S und G angeben werden, die für E, S und G jeweils unterschiedlich ausfallen können, z.B. mit „Top 90%“ (Minimum) bis z.B.

„Top 50%“. Top 90% bedeutet dabei, dass nur die schlechtesten 10% nach E, S und G Scores ausgeschlossen werden.

Wenn nur E oder S oder G Scores verwendet werden, können die Portfolios entsprechend aufgesetzt werden, z.B. Top 25% E-Score heisst, dass nur die besten 25% nach E-Score ins Portfolio kommen, unabhängig von S und G Scores.

Grundsätzlich sollten zusätzlich auch die durchschnittlichen Scores der jeweils angebotenen Portfolios getrennt nach E, S und G-Score genannt werden.

SRI-Portfolios

SRI (Socially Responsible Investment) sollte nur als Bezeichnung genutzt werden dürfen, wenn das Portfolio ganz überwiegend auf die „S“ Dimension von ESG Ratings ausgerichtet ist und kein Titel im Portfolio enthalten ist, der von Ratingagenturen zu den schlechtesten 10% aller Titeln beurteilt wird.

Kontroversen

„Kontroversen“ können zusätzlich genutzt werden, sollten sich aber normalerweise auch in den E, S und G Scores widerspiegeln. Die genutzte Informationsquelle für Kontroversen sollte genannt werden.

„Best-In-Class/Universe“ Portfolios

Bei Best-in-Universe Ansätzen kann angegeben werden, wo die Mindestgrenze liegt, z.B. E, S und G Score Top 75%.

Analoge Voraussetzungen gelten auch für CO2 Scores, Tender-Anteile etc. für Portfolios, die auf solche Kriterien Bezug nehmen.

Best-In-Class Portfolios müssen ebenfalls die 10% schlechtesten Positionen des Gesamtuniversums nach E, E und G ausschließen, um als verantwortungsvoll bezeichnet werden zu dürfen. Sie können jedoch unterschiedliche Mindestscores (oberhalb der 10% schlechtesten Positionen) für unterschiedliche Anlagesegmente/Classes setzen.

Momentum-, Progress-, Voting- bzw. Engagement-Portfolios

ESG-Momentum- bzw. ESG-Progress-Portfolios müssen ebenfalls mindestens die 10% schlechtesten nach E, S und G ausschließen, ebenso wie „ESG-Voting- bzw. aktive Anteilseigner-Ansätze“, die auf aktive Verbesserungen durch Stimmrechtsausübung setzen.

Systematische ESG-Portfolios und Portfolios, die ESG-Kriterien etc. berücksichtigen

Portfolios die Positionen enthalten, die kein ESG-Rating haben oder die zu den schlechtesten 10% bei E, S oder G gehören, dürfen nicht als ESG Portfolios bezeichnet werden. Diese Definition kann bedeuten, das viele heute unter dem Stichwort „ESG-Integration“, „Best-In-Class“ oder „Momentum“ angebotenen Portfolios ohne Anpassungen an die o.g. Regeln nicht mehr als ESG-Portfolios bezeichnet werden dürfen.

Anderseits ist es weiterhin zulässig damit zu werben, dass ESG-Kriterien für die Wertpapierselektion und/oder -Gewichtung verwendet werden, selbst wenn nicht alle o.g. Regeln eingehalten werden und das Portfolios insgesamt nicht als ESG, SRI, nachhaltig etc. bezeichnet werden darf.

Datenanbieter und Ratings

„Zulässige Datenanbieter“ müssen mindestens je 10 ESG Kriterien pro Kategorie E, S und G und damit mindestens 30 insgesamt pro Wertpapier berücksichtigen und mindestens die Top 25% Wertpapiere nach Markkapitalisierung des jeweiligen Universums (z.B. Aktien Welt, Deutschland etc.).

Interne Ratings, die den gleichen Kriterien genügen, sind zulässig, gerade auch weil nur so grundsätzlich alle Marktsegmente wie z.B. Small-Cap Portfolios als ESG-Portfolios umsetzbar sind.

Alle Kriterien müssen mindesten ein Mal pro Jahr systematisch überprüft werden.

Zusammenfassende Taxonomie an einem Beispiel[108]

Portfolioangebote kann man anhand der o.g. Kriterien wie folgt klassifizieren (Beispiel Diversifikator Deutsche Aktien ESG Portfolio):

1) Underlyings: Börsennotierte Aktien
2) Anlagefokus: Deutsche Mid und Large Caps
3) Ausschlußkategorien aus DVFA-Liste: 10 (die Ausschlußkategorien und der Ausschlussanteil an einem Weltaktienindex können genannt werden)
4) ESG-Minimum: Ausschluß der schlechtesten 25% aller Titel nach E, S und G
5) Progressansatz: Nein
6) Datenanbieter: Thomson Reuters und eigene Analysen
7) E, S, G Ratings: Thomson Reuters
8) Überprüfung/Aktualisierung der Ausschlüsse und ESG-Kriterien: Jährlich
9) Nicht-ESG Kriterien: Größe und Liquidität von Positionen

NACHHALTIGKEITSTAXONOMIE DER EU: POSITIVE ASPEKTE ABER INSGESAMT ENTTÄUSCHEND (6-2019)

[108] http://prof-soehnholz.com/ein-robo-advisor-mit-esg-fokus-und-ohne-us-vorbild/

Am 18.6.2019 hat die EU Technical Expert Group (TEG) on Sustainable Finance ihre Nachhaltigkeitstaxonomie mit dem Titel „Financing a sustainable European Economy: Taxonomy Technical report" herausgebracht. Die Expertengruppe hat sich sehr viel Arbeit gemacht. Der Report hat über 400 Seiten und enthält viele vernünftige Aspekte. Ich bin aber skeptisch, ob die Taxonomie Zusatznutzen gegenüber den etablierten Services privater Ratingagenturen gebracht hat.

Nachhaltigkeitstaxonomie soll die Basis für nachhaltige Investments sein

Der Report setzt sich aus sechs Kapiteln zusammen: Erklärung des Taxonomie-Ansatzes (1), Methode um die Taxonomie zu entwickeln (2), Taxonomie von Nutzern und Nutzungsfällen (3), ökonomische Auswirkungen der Taxonomie (4), nächste Schritte (5) und komplette Liste der technischen Analysekriterien (6) ab Seite 106.

Auf Seite 10 wird das Ziel der Taxonomie zusammengefasst: Erstellung einer Liste von ökonomischen Aktivitäten, die basierend auf ihren Beiträgen zu nachhaltigkeitsbezogenen EU-Politikzielen beurteilt und klassifiziert werden. Auf Seite 57 wird außerdem geschrieben, dass die Taxonomie die Basis für die Bestimmung von „environmentally sustainable investments" sein soll.

Nachhaltigkeitstaxonomie: Nicht nur CO2 oder Umwelt insgesamt im Vordergrund, auch Soziales wird berücksichtigt

Auf Seite 19 wird deutlich gemacht, dass es vor allem um die Bereiche Klimawandel, Wasser, Verschmutzung und Abfall und „protection of healthy ecosystems" geht. Das ist umfassender als ein enger Fokus auf CO2, der viele öffentliche Diskussionen prägt. Außerdem wird zumindest in Bezug auf erforderliche Analysen durch Investoren indirekt auch auf soziale Aspekte eingegangen (z.B. S. 64 der Hinweis auf die Prüfung von Mindestsozialstandards, die erfüllt werden müssen).

Auf Seite 34/35 werden die aus Expertensicht potentiell am stärksten umweltschädlichen Sektoren aufgeführt, die im Bericht detailliert untersucht werden. Interessant: Finanzdienstleistungen gehören nicht dazu, d.h. es wird nicht auf indirekte Effekte wie die Finanzierung von umweltschädlichen Aktivitäten eingegangen. Allerdings soll die Taxonomie ja dabei helfen, solche Effekte zu quantifizieren, deshalb ist der Fokus auf direkte Umwelteffekte nachvollziehbar.

Nachhaltigkeitstaxonomie: Daten sind das Problem

Anleger sollen künftig möglichst einfach den Anteil der Investments bestimmen können, die nach der Taxonomie nachhaltig (sustainable) sind. Gut ist, dass dabei grundsätzlich das Nettoprinzip berücksichtigt wird. Ein Unternehmen, dass zu 90% nachhaltig ist muss trotzdem darauf geprüft werden, ob die restlichen 10% keinen nachhaltigen Schaden anrichten. Hypothetisches Beispiel: 90% Energieproduktion mit Wind und 10% mit Braunkohle kann netto weit unter 90% „nachhaltig" sein. Die Experten verwenden für solche Analysen den Begriff „Do no significant harm" (DNSH).

Die Experten schreiben selbst: “The main challenge the application of the Taxonomy faces is that very few companies break out information on green revenues in line with any recognised framework. … Further, although most listed companies report revenue information broken down by activity or business line, this reporting (which is part of financial filings or annual reports) is not standardised and is not always easily accessible. For example, MSCI Europe Index members report revenue by geographic region and product segment. However, there is significant variance between reporting classifications. Fewer than 30% of companies use the same geographic categories and there is an even wider variance in product line reporting.” (Seite 71).

Nachhaltigkeitstaxonomie: Daten sollen von Profis geliefert werden

Die Experten gehen davon aus, dass die Taxonomie dazu führen wird, dass viele Unternehmen künftig ihre Daten nach der Taxonomie liefern werden. Für Unternehmen, die auf europäische Geldanleger angewiesen sind, mag das stimmen. Ich bin aber sehr skeptisch, ob andere Unternehmen, die weltweit klar in der Mehrzahl sind, sich an der EU Taxonomie orientieren werden.

Die Experten gehen weiterhin davon aus, dass professionelle Datenanbieter versuchen werden, ihre Daten auf Basis der Taxonomie aufzubereiten. Das ist wahrscheinlich richtig, sofern diese Datenanbieter europäische Anleger als wichtige Zielkunden haben.

Allerdings befassen sich alle großen und seriösen Datenanbieter seit vielen Jahren mit dem Thema „Umwelt-“ bzw. ESG (Environmental, Social, Governance) Daten. Sie haben ihre eigenen Beurteilungssysteme entwickelt und werden sie nicht ohne Weiteres durch das EU System ersetzen wollen. Sie werden die Taxonomiedaten daher wohl zusätzlich berichten. Das heißt, es fallen zusätzliche Kosten an. Das sieht die Expertengruppe auch so (siehe z.B. S. 102).

Aber die Experten sind durchaus pragmatisch. Anleger sollen zunächst nur die Daten und Tools nutzen dürfen, die Ihnen aktuell bzw. künftig zur Verfügung gestellt werden („tools at hand“, S. 72).

Mehr Nachhaltigkeit: Kritische Finanzierung

Die Experten erwarten, dass erhebliche Zusatzkosten für Unternehmen entstehen können, um ökologisch besser zu werden. Diese sollen vor allem durch höhere Kreditaufnahmen von Unternehmen aufgebracht werden (S. 102).

Ich verstehe nicht, warum dafür nur/überwiegend Fremdkapital eingesetzt werden soll. Im Sinne der Stabilisierung der Wirtschaft sind meines Erachtens manchmal eher höhere Eigenkapitalquoten angebracht.

Nachhaltigkeitstaxonomie: Kritik und offene Fragen

Nach den vielen positiven Aspekten der Taxonomie habe ich eine andere Frage: Viele Datenspezialisten, vor allem diejenigen, die seit Jahren ökologische Daten nutzen bzw. Ratings entwickeln, haben eigene Taxonomien und ökologische Beurteilungssysteme bzw. Ratings entwickelt. Wieso sollte das „Ratingsystem“ der Expertengruppe besser sein als Ratings privater Datenspezialisten?

Dafür spricht, dass einige ESG-Ratingspezialisten Teil der Expertengruppe sind. Dagegen spricht, dass die Expertengruppe einen Kompromiss finden musste, der zudem durch den geplanten Gesetzgebungsprozess noch weiter verwässert werden kann.

Nachhaltigkeitstaxonomie: Mein Fazit

Geld regiert die Welt, heißt es so schön. Ich finde es wichtig, dass Anleger auf mehr Nachhaltigkeit achten. Das ist besonders deshalb attraktiv, weil es offenbar nicht zu Performancenachteilen führt (siehe z.B. hier).

Alles, was dazu führt, dass Geldanlagen nachhaltiger werden, finde ich deshalb gut, auch die EU Experteninitiative. Sie bringt meines Erachtens aber kaum inhaltlichen Zusatznutzen.

So kann man heute schon von diversen privaten Ratingagenturen feststellen lassen, ob eine Geldanlage nachhaltig ist (siehe z.B. hier). Dabei werden unterschiedliche Beurteilungssystem angewendet, die nicht nur Umwelthemen auflisten, wie in der Taxonomie, sondern sie auch bewerten und aggregieren und damit viel weiter gehen.

Selbst für Profis ist aber unklar, welche Ratingsysteme besser sind. Das System der EU Expertengruppe ist nachvollziehbar und lobenswert.

Ich weiß aber nicht, warum es besser sein sollte als bisherige Beurteilungssysteme privater Ratinganbieter. Standardisierung von Ratingsystemen führt zudem vermutlich zu Kompromissen und vielleicht sogar Informationsverlusten.

Nachhaltigkeitstaxonomie: Viele ist heute schon kostengünstig möglich

Aber viel wichtiger ist: Schon heute kann ein Geldanleger z.B. bei Morningstar kostenlos feststellen, ob ein Fonds mehr oder weniger nachhaltig ist. Ob ihm das aber viel weiterhilft? Wenn man in solche Fonds heineinschaut, findet man immer wieder etliche Aktien oder Anleihen von Unternehmen, von denen man nicht weiß, wie sie in angeblich nachhaltigen Fonds vertreten sein können.

Das wird sich auch mit einer verbindlichen EU Taxonomie kaum ändern, wenn diese nur dazu führt das Aussagen getroffen werden wie „Dieser Fonds enthält Aktien von Unternehmen, deren Umsätze zu 80% den Nachhaltigkeitskriterien der EU entsprechen“. Selbst wenn der Rest der Umsätze dem „do no significant harm“ entspricht und soziale Mindestkriterien erfüllt sind, ist das nicht unbedingt befriedigend.

Ich würde lieber in ein Portfolio investieren, dessen Bestandteile gar keine Umsätze in kritischen Marktsegmenten machen (harte Ausschlüsse z.B. für Waffen, Alkohol und Tabak) und die hohe Mindestanforderungen nicht nur an ökologische sondern auch an soziale und Unternehmensführungskriterien (ESG) erfüllen. Dabei sollte auch die Dimension „E" möglichst umfassend definiert werden und nicht nur auf Umsätzen oder Investitionen in den angeblich richtigen Marktsegmenten beruhen.

Aber ich bin auch „biased": In der Sustainable Finance Kommission der DVFA arbeiten wir gerade an einem einfachen „Anti-Greenwashing" Portfolioklassifikationssystem, welches zu viel mehr Anlegertransparenz bei sehr geringen Zusatzaufwand führen kann (siehe auch hier).

Nachhaltigkeitstaxonomie: Grundproblem der Kapitalanlage wird ausgeklammert

Und noch wichtiger: Die EU Experten gehen das Grundproblem der Kapitalanlage nicht an. Damit waren sie allerdings auch nicht beauftragt. Solange Kapitalanleger nur geringe Abweichungen von traditionellen Indizes tolerieren (Tracking Error), wird es keine fundamental nachhaltige Kapitalanlage geben (siehe z.B. hier http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/).

Das könnte einfach geändert werden, indem nur noch fundamental bzw. Bottom-Up nachhaltige Indizes als offizielle Benchmarks zugelassen werden (siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/). Damit ist gemeint, dass diese Benchmarks nur nachhaltige – wie auch immer definiert – Komponenten enthalten dürfen.

Bisher enthalten sogenannte nachhaltige Indizes und ETFs meist nur die nachhaltigsten Bestandteile der in traditionellen Indizes vertretenen Marktsegmente. Das sind zum Beispiel Ölproduzenten (Best-in-Class), die in fundamental nachhaltigen oder Bottom Up Indizes sicher nicht enthalten wären.

ESG Regulierungsanregung: Globaler agieren, Wissen besser nutzen und weniger Bürokratie (7-2020)

„ESG Regulierungsanregung" habe ich geschrieben, nachdem ich das Policies for Responsible Investment Scoring Concept (PRISC) der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) vorstellen durfte. Der Online Vortrag wurde von Gesa Vögele von CRIC organisiert. CRIC steht für Corporate Responsibility Interface Center, die nach eigenen Aussagen „größten Investorengemeinschaft zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage im deutschsprachigen Raum". Zum DVFA PRISC habe ich hier ja schon Einiges geschrieben.

Susanne Dräger, Senior Policy Analyst bei den Principles for Responsible Investments (PRI), hat ebenfalls teilgenommen. Sie hat zentrale Ergebnisse aus der Studie „Investor Priorities for the EU Green Deal" vorgestellt.

CRIC hatte mich dankenswerterweise aufgefordert, auch meine Sicht zur politischen Debatte darzulegen, vielleicht weil ich als einer der ersten die Konsultation für die neue Sustainable Finance Strategie der EU umfassend und mit neuen Anregungen öffentlich beantwortet habe.

Im Vortrag habe ich einige Thesen geäußert, die ich hiermit konkretisiere und begründe:

Hinweis: Ich bin Mitglied der Sustainable Investing Kommission der DVFA und auch von CRIC, aber die hier geäußerten sind meine persönlichen Meinungen.

1. ESG Regulierungsanregung: Weiterentwicklung der EU Taxonomie durch eine Kommission aus globalen ESG Ratingexperten

Die von der sogenannten High Level Expertenkommission der EU bisher veröffentlichte sogenannte grüne Taxonomie ist sehr detailliert. Deshalb hat ihre Entwicklung und vor allem die Abstimmung relativ lange gedauert. Wenn ein vergleichbarer Prozess auch für Soziales durchgeführt wird, dauert das im Zweifel ebenfalls wieder zu lange. Das wäre sehr schlecht, denn es ist wichtig, dass Anbieter und Anleger keine Ausreden mehr haben, um nachhaltige Geldanlagen auszubauen.

ESG Ratingexperten beschäftigen sich oft schon jahrelang, detailliert und datenbasiert mit diesen Themen. Außerdem haben sie eine globale Perspektive, weil alle großen Ratingagenturen global aktiv sind (zu einem Sozial-Vorschlag von Südwind siehe hier).

Deshalb macht es Sinn, wenn Vertreter wichtiger bzw. großer Ratingagenturen untereinander Definitionen abstimmen. So können Unternehmen (Berichtende), ESG Ratingagenturen selbst (Bewerter) und Anleger schneller zu einheitlichen Definitionen kommen und haben künftig wohl weniger Probleme mit Datenlieferungen und Auswertungen.

Problematisch ist, dass ESG-Ratingagenturvertreter nicht unabhängig sind, aktuell aber für die Weiterentwicklung der Taxonomie fast nur unabhängige Experten gesucht werden (siehe Bewerbung für Platform on Sustainable Finance). Das sollte geändert werden: Eine diverse Gruppe von ESG-Ratingexperten kann meines Erachtens einen guten Job machen, auch ohne dass deren einzelne Vertreter unabhängig sind.

Man müsste auch gar nicht nur eine europäische Gruppe von Experten haben, denn die ESG Ratingagenturen sind meist global aufgestellt. Eine solche Gruppe könnte im Rahmen der Principles for Responsible Investments (PRI) arbeiten. Die Ergebnisse der Arbeit könnten trotzdem Grundlage für eine (zunächst) rein europäische Regulierung sein.

Idealerweise orientieren sich die Experten dabei an Aktivitäten bzw. Ausarbeitungen, die es schon gibt zum Beispiel von Climate Disclosure Standards Board (CDSB), Sustainability Accounting Standards Board (SASB), Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD), Carbon Disclosure Project (CDP), Global Reporting Initiative (GRI) und anderen (vgl. hier). Wichtig ist auch, dass den Experten ein klarer Zeitrahmen für ihrer Arbeit vorgegeben wird. Außerdem sollten die Ergebnisse von (europäischen) Experten, zum Beispiel einer Gruppe von Wissenschaftlern, geprüft und „abgenommen“ werden.

2. ESG Regulierungsanregung: Globale Datenbank für extrafinanzielle (ESG) Unternehmensinformationen als eine Basis für ESG-Ratings

Es gibt angeblich weltweit hunderte von ESG-Ratinganabieter (vgl. hier). Diese erwarten von Unternehmen oft zahlreiche ESG-Daten und nutzen dafür aufwändige und sehr unterschiedliche Fragebögen. Gerade kleine Unternehmen können solche Anfragen nicht effizient beantworten. Fehlende Daten/Antworten können aber zu schlechten Beurteilungen/Ratings führen.

Der Sustainable Finance Beirat der Bundesrepublik hat eine standardisierte deutsche Datenbank vorgeschlagen, die von Unternehmen mit ESG-Daten gefüllt wird und von Externen genutzt werden kann (vgl. hier). Bei klaren Definitionsanforderungen hätte das theoretisch den Vorteil, dass Unternehmen nicht an jede der vielen Interessenten separat berichten müssen, sofern die Interessenten Zugriff auf die Daten in der Datenbank haben.

Der Zugriff muss nicht für alle Interessenten kostenlos sein. Die Nutzungskosten sollten aber Anleger nicht von der Datennutzung abschrecken. Wichtig ist, dass der Schutz von schützenswerten Unternehmensdaten sichergestellt wird.

Ich stelle mir eine Datenbank von Rohdaten vor, nicht aber von verarbeiteten/aggregierten Daten/Beurteilungen/Ratings. die oft nur schwer sinnvoll zu standardisieren sind.

Trotzdem werden etliche der ESG-Ratingagenturen und andere Nutzer von extrafinanziellen Daten sicher weiterhin zusätzliche individuelle Datenanforderungen an Unternehmen haben.

Anleger legen ihr Geld typischerweise weltweit an. Aus Anlegersicht macht deshalb nur eine globale derartige Datenbank Sinn. Vielleicht könnte man so etwas bei den Principles for Responsible Investments ansiedeln. Eine globale Datenbank, in der auch externe Effekte möglichst gut hinterlegt wären, hätte noch einen weiteren Vorteil. Heute werden z.B. Kohlendioxid Scope 3 Effekt (von Lieferanten oder Abnehmern verursacht) ziemlich freihändig berichtet. Eine globale Datenbank würde wohl zeigen, dass Mehrfachberechnungen (Einsparungen) berichtet werden. Der Administrator bzw. die Nutzer einer globalen Datenbank könnte versuchen, einem „Überreporting“ externer Effekte entgegenzuwirken. Die PRI hätte zudem mit dem Führen einer Unternehmens-Backlist bzw. dem Ausschluss von (Assetmanagement) Mitgliedern auch öffentlichkeitswirksame Sanktionsmöglichkeiten.

3. ESG Regulierungsanregung: Entwicklung eines Mindestanforderungskatalogs an ESG-Ratings, grüne und Sozialanleihen

ESG Ratings werden oft als zu unterschiedlich kritisiert. Wie man an Kreditratings in der Krise 2008 gesehen hat, sind gleichartige (falsche) Ratings aber auch nicht unbedingt hilfreich.

Während es sinnvoll ist, dass Ratings mit möglichst einheitlichen Begriffsdefinitionen arbeiten, sollten vor allem Datenaggregationen nicht unbedingt standardisiert werden. Wie wichtig zum Beispiel der Frauenanteil eines Vorstandes für ein Governancerating ist, kann zum durchaus sehr unterschiedlich beurteilt werden. Vergleichbares gilt für viele andere Bewertungs- bzw. Aggregationseinschätzungen.

Aber es macht meiner Meinung nach durchaus Sinn, wenn Mindestanforderungen an Ratings definiert werden. So kann zum Beispiel festgelegt werden, dass jeweils mehrere möglichst aussagekräftige Indikatoren für Soziales, Umwelt und Unternehmensführung genutzt werden müssen.

Ich halte solche Mindeststandards auch in Anbetracht von technischen Entwicklungen wie Maschinellem Lernen für sehr wichtig. Es sollte deshalb auch festgelegt werden, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen typischerweise relativ intransparente maschinell produzierte ESG-Ratings anerkannt werden bzw. zulässig sind.

Die Mindestanforderungen für ESG-Ratings können von einer globalen Gruppe von Ratingexperten definiert werden. Diese könnte auch Mindestanforderungen an Green und Social Bonds definieren. Auch diese Ergebnisse sollten von Wissenschaftlern überprüft werden.

Wenn Deutschland oder die EU das möchte, können dabei höhere Ratinganforderungen gesetzt werden, als das in anderen Märkten der Fall ist.

4. ESG Regulierungsanregung: Aufsicht/Lizenz für ESG Ratingagenturen

Ähnlich wie für Ratings können auch für ESG-Ratingagenturen Mindeststandards von der EU gesetzt werden. Deren Einhaltung muss dann aber auch von den Finanzaufsichten überwacht werden. Das würde Anlegern die Wahl aus den vielen ESG-Ratinganbietern wesentlich erleichtern.

5. ESG Regulierungsanregung: Wissenschaftlicher ESG-Beirat zur Weiterentwicklung dieser Ansätze

Definitionen, Ratingmindeststandards und Anforderungen an ESG-Rater können wohl am besten von einer überschaubaren Gruppe von researcherfahrenen Praktikern erarbeitet werden. Die grundsätzliche Qualitätskontrolle dieser Empfehlungen kann aber durch Wissenschaftler erfolgen. In der Taxonomiekommission waren Wissenschaftler bisher unterrepräsentiert. Durch einen separaten wissenschaftlichen Beirat von Deutschland und/oder der EU kann dieses Defizit behoben werden.

6. ESG Regulierungsanregung: ESG-Beschwerdestellen

Unternehmen und Anleger sollten zudem die Möglichkeit bekommen, sich über ESG Ratings zu beschweren. Das kann direkt bei den Ratinganbietern oder der Aufsicht erfolgen, sofern es künftig eine Aufsicht für diese gibt. In Bezug auf Geldanlageprodukte wäre es aber sicher sinnvoll, den Anbieter von Geldanlagen direkt anzusprechen.

Zusätzlich könnte eine anbieterunabhängige Beschwerdestelle sinnvoll sein. So etwas existiert als Ombudsstelle des Bundesverbandes für Investment und Assetmanagement (BVI). Diese kann bereits heute auch für Beschwerden in Bezug auf Nachhaltigkeitsthemen von Fondsinvestments genutzt werden können.

ESG Boni abschaffen und mehr radikale Vorschläge (3-2021)

ESG Boni enthält Kritik an Vorschlägen des Sustainable Finance Beirats: Gegen ESG Ratingvereinheitlichung, pro Umwelt- und Sozialzertifikate statt CO2-Zertifikate, pro Subventionsabbau, gegen ESG Boni, pro verpflichtender Nachhaltigkeitsbenchmarks und contra Vertriebsprovisionen:

Der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung hat am 25. Februar 31 Empfehlungen mit dem ambitionierten Titel „Shifting the Trillions – Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation“ veröffentlicht. Es kann nicht leicht gewesen sein, so viele Experten mit unterschiedlichsten Loyalitäten dazu zu bringen, diese relativ ambitionierten Vorschläge zu machen. Ich wünsche mir aber noch mehr Ambitionen und halte manche Vorschläge für falsch.

Ich bin nicht der einzige Kritiker. „So wird Deutschland kein führender Sustainable Finance-Standort“ meint Professor Harald Bolsinger bei CSR News. „Die Empfehlungen des Beirats sind zwar “konkret und praxistauglich”, aber völlig unzureichend, um im europäischen Umfeld wirklich Großes zu bewegen!“ schreibt der Würzburger Wirtschaftsethiker. Er kritisiert vor allem den Fokus auf die Finanzwirtschaft und die Vernachlässigung von Verbesserungen der Realwirtschaft. Allerdings war es die Aufgabe des Beirates, Vorschläge für den Finanzstandort und nicht für die Realwirtschaft zu machen.

Umdenken von Real- und Finanzwirtschaft erforderlich: Externe Effekte müssen adäquat berücksichtigt werden

Die potenziellen indirekten Wirkungen der Finanzbranche auf die Realwirtschaft können sehr groß sein. Ob die deutsche Finanzbranche alleine viel bewegen kann, ist fraglich. Aber sie kann und sollte klare Signale setzen für die deutsche und vor allem die europäische und die internationale Politik.

Um zu einem führenden Nachhaltigkeitsstandort zu werden, brauchen wir ein Umdenken. Aus Unternehmenssicht heißt das: Negative externe Effekte müssen systematisch berücksichtigt und transparent gemacht werden. Und aus Anlegersicht heißt das: Künftig sollte man nicht begründen müssen, warum man möglichst nachhaltig investiert. Man sollte begründen müssen, warum und welche Nachhaltigkeitskompromisse man macht.

Damit geht mein Vorschlag über das grundsätzlich gute Konzept der neuen Offenlegungsverordnung (SFDR) und neue MIFID-Anforderungen hinaus. Demnach müssen Anleger künftig aktiv danach gefragt werden, ob sie nachhaltiger anlegen wollen. Wenn das bejaht wird, dürfen keine nicht-nachhaltigen Investments mehr angeboten werden.

Meinem Vorschlag zufolge müssten Anbieter von nicht nachhaltigen Geldanlagen künftig begründen, warum sie zum Beispiel noch Aktien von Unternehmen mit Ölproduktion im Portfolio haben. Dabei reicht es nicht zu behaupten, dass ohne Aktienkäufe solcher Unternehmen kein Öl mehr produziert würde, denn das stimmt natürlich nicht. Solange Öl-

gebraucht wird, werden Abnehmer dafür zahlen. Ölproduzenten können Investitionen aus Umsatz, Krediten oder auch zusätzlichem nicht-börsennotiertes Eigenkapital finanzieren. Es reicht auch nicht zu behaupten, dass ohne Ölunternehmen keine ausreichende Diversifikation mehr im Portfolio vorhanden ist. Niemand muss in Aktien aller Branchen und Länder investieren, um eine ausreichende Diversifikation zu erreichen. Mein fast nur nach ESG-Kriterien zusammengestelltes Portfolio von nur 30 Aktien zeigt das anschaulich (s. Global Equities ESG Portfolio auf www.diversifikator.com).

ESG Boni: Nachhaltigkeitsratings müssen nicht vereinheitlicht werden

Was nachhaltig ist, soll in der EU Taxonomie möglichst einheitlich geregelt werden. Die Konkretisierung und Umsetzung der Taxonomie dauert aber sehr lange. Ich habe deshalb andere bzw. ergänzende Vorschläge:

Es gibt etliche nicht-finanzielle Informationen, die zum Beispiel in Nachhaltigkeitsratings zusammengefasst werden. Weltweit gibt es inzwischen mehrere hundert solcher Klassifikationen. Für manche Anleger sind soziale Aspekte wichtiger, für andere ökologische oder Governanceaspekte. Unterschiedliche Nachhaltigkeitsdefinitionen und Nachhaltigkeitsmessungen können deshalb ruhig miteinander konkurrieren. Damit würden auch nicht alle Anleger in dieselben gut ESG gerateten Wertpapiere investieren.

Als warnender Hinweis für das Risiko von Vereinheitlichungen können Kreditratings gelten. Vor der Finanzkrise 2008 gab es einen de Facto Standard dafür. Zahlreiche der von fast allen Anbietern sehr gut gerateten Wertpapiere waren aber sehr riskant.

Leider gibt es immer noch viele Marktteilnehmer, die einheitliche Nachhaltigkeitsdefinitionen und Regulierungen abwarten wollen, bevor sie etwas zum Positiven verändern. Darauf sollte aber nicht gewartet werden.

Außerdem sollte verhindert werden, dass Nachhaltigkeitsratinganbieter zu viel Macht bekommen. Die Offenlegungsverordnung führt schon heute dazu, dass die großen und teuren Nachhaltigkeitsdatenanbieter MSCI und ISS über ihre Verträge mit Kapitalverwaltungsgesellschaften zu de-facto Standardsettern werden. Fondsanbieter werden so fast dazu gezwungen, ebenfalls die teuren Ratings von MSCI und ISS zu nutzen. Dabei gibt es andere Ratinganbieter, die mehr Unternehmen raten, mehr Details zur Individualisierung in einer höheren Frequenz bereitstellen und dabei noch günstiger sind.

ESG Boni: Fehlende Preise für die meisten negativen externen Effekte

Bei vielen Wissenschaftlern gelten CO2-Zertifikate als ein gutes Instrument, um den Klimawandel marktkonform zu bekämpfen. Allerdings müssten die Preise dafür wohl viel höher sein, als sie heute üblich sind, um die Kosten für die Beseitigung bzw. Kompensation der negativen externen Effekte zu tragen. Neben Kosten für CO2 Emissionen müssten aber vor allem auch Wasserverschmutzung, Schädigung von Biodiversität, negative soziale Effekte etc. bepreist werden.

Das sollte nicht nur für deutsche Unternehmen geben, sondern für alle Produkte und Services, die in Deutschland verkauft werden. Deutsche Produzenten sollen schließlich nicht zu Lasten umweltunfreundlicher anderer Anbieter benachteiligt werden.

Finanzinnovation Umwelt- und Sozialzertifikate: Versuch einer Operationalisierung

Wenn aber schon kein einigermaßen adäquater Preis für relativ einfach zu berechnende CO2 Emissionen gefunden werden kann, wie soll das erst mit den anderen externen Effekten möglich sein? Eines der Probleme dabei oft versucht wird, externe Effekte für einzelne Produkte oder Services zu berechnen. Das ist sehr schwierig.

Meine Idee: Statt CO2 Zertifikate könnte es unternehmensbezogene Umwelt- und Sozialzertifikate geben. Die Basis dafür könnten Umwelt- und Sozialratings (ES-Ratings) von Unternehmen sein. Anstatt auf eine offizielle Definition zu warten, könnte man die Ratings von mehreren anerkannten Ratingagenturen aggregieren. Unternehmen mit schlechten ES-Ratings müssten mehr Zertifikate kaufen als solche mit guten ES-Ratings. Der Handel mit solchen Zertifikaten sollte möglich sein und das Angebot sollte im Laufe der Zeit verknappt werden.

Außerdem sollten Unternehmen verpflichtet werden, ihre ES-Ratings zu veröffentlichen und Kunden, Anlegern und anderen Stakeholdern proaktiv zur Verfügung stellen. Im besten Fall findet man solche Ratings auf allen Produkten von Unternehmen. So können sich potenzielle Käufer von ähnlichen Produkten für das Angebot mit dem besseren ES-Unternehmensrating entscheiden.

Meines Erachtens wäre das eine sehr interessante deutsche nachhaltige Finanzinnovation. Vor einigen Jahren habe ich einigen bekannten Handelsunternehmen angeboten, Ihnen bei der Umsetzung eines solchen Konzeptes zu helfen. Leider habe ich kein einziges gefunden, dass daran interessiert war, obwohl meine Lösung sehr kosteneffizient ist. Ich hoffe, dass sich das künftig ändert.

ESG Boni: Kaum Risiko für die Realwirtschaft?

Öl und Gas und viele andere von streng nachhaltigen Anlegern kritisierte Güter und Services werden noch viele Jahre und für zahlreiche Zwecke benötigt. Dafür bezahlen die Nutzer bzw. Käufer dieser Produkte typischerweise direkt und generieren so Umsatz beim Produzenten. Erforderliche neue Investitionen zum Beispiel in bessere Umwelttechnik können so wahrscheinlich auch künftig überwiegend eigen- oder kreditfinanziert werden. Die Aktien solcher Gesellschaften müssen nicht unbedingt börsennotiert werden und Streubesitz in Händen von unerfahrenen Kleinanlegern ist auch nicht erforderlich.

Es ist aber wahrscheinlich, dass die Aktienkurse von wenig nachhaltigen Unternehmen fallen, wenn Anleger ihre Aktien nicht mehr kaufen. Das heißt aber nicht, dass dann viel weniger Öl oder Gas etc. produziert wird.

ESG Boni: Umfassende Reduktion schädlicher Subventionen

Der Sustainable Finance Bericht beschäftigt sich vor allem mit den Möglichkeiten des Finanzbereiches. Es werden auch gute Hinweise an den Staat gegeben, der nachhaltiger anlegen soll. Zusätzlich sollte aber gefordert werden, Umwelt- und sozialschädliche Subventionen abzubauen.

Das Forum Ökologisch-Soziale Marktwirtschaft hat kürzlich einen Bericht zu klimaschädlichen Subventionen mit dem folgenden Fazit veröffentlicht: „Fast alle Subventionen haben ein Volumen von mehreren Milliarden Euro. …. Auch zeigt sich, dass der Status Quo der klimaschädlichen Subventionen in vielen Fällen vor allem reicheren Haushalten nutzt und der Subventionsabbau sozialverträglich gestaltet werden kann“ (vgl. Zehn klimaschädliche Subventionen sozial gerecht abbauen – ein Zeitplan – Eine Studie des Forums Ökologisch-Soziale Marktwirtschaft im Auftrag von Greenpeace vom 25. Februar 2021, S. 7).

Ein Teil der eingesparten Subventionen könnte genutzt werden, um den deutschen Nachhaltigkeitsstandort voranzubringen.

ESG Boni: Keine nachhaltigen Vergütungskomponenten

Der Sustainable Finance Beirat fordert auch: „Im Vergütungssystem sollen wesentliche »nicht-finanzielle« Leistungskriterien für die Gewährung variabler Vergütungsbausteine festgelegt werden. Der nachhaltigkeitsbezogene Vergütungsanteil sollte 30 % nicht unterschreiten“ (S. 96).

Ich habe in meinem Berufsleben schon mehrere Bonussysteme entwickelt. Das Problem ist, dass typischerweise mehrere Ziele erreicht werden sollen, z.B. individuelle Ziele, Team- oder Gruppenziele und Unternehmensziele. Meist werden dafür auch Ziele für mehrere Kriterien gesetzt, z.B. mehrere ökonomische und nicht-ökonomische Ziele. Außerdem werden Ziele oft auch noch zeitabhängig in Kurz-, Mittel- und Langfristziele unterschieden.

Für ESG-Boni muss man sich zudem fragen, ob z.B. ein aggregierter besserer ESG-Score erreicht werden soll? Das könnte „nur“ mit besserer Governance erfolgen zu Lasten von E und S. Oder sollen separate Ziele für E, S und G gesetzt werden? Muss bei E auch noch nach Luft (CO2) und Wasser etc. differenziert werden ….?

Wenn die Erreichung bzw. Nichterreichung jedes der Teilziele spürbare finanzielle Auswirkungen haben soll, muss der Bonuspool insgesamt sehr groß sein. Konkret: Je nach Basisgehalt jeweils mindestens 10.000 oder 100.000 Euro oder mehr für die jeweilige Unterzielerreichung. Wenn es auch negative Boni geben würde, wenn Ziele nicht erreicht werden, wäre ich weniger kritisch. Im schlechtesten Fall wird jedoch nur ein 0-Bonus gezahlt.

Zusätzliche Ziele führen deshalb meist zu einem insgesamt größeren Bonuspool bzw. Bonuspotentialen (vgl. Ana Albuquerque, Mary Ellen Carter, Luann J. Lynch: Complexity of CEO Compensation Packages, vom November 2015; Alex Edmans, Xavier Gabaix, Dirk Jenter: Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence, Cesifo Working Papers

vom Juli 2017; vgl. Anti-nachhaltig: ESG Boni und mehr – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Zusätzliche ESG Boni fördern damit tendenziell ungerechte Einkommensverteilungen. Führungskräfte sollten sowieso für alle Stakeholder ihres Unternehmens arbeiten. Wenn sie nicht von sich aus auf gute ökologische und soziale Bedingungen achten, gibt es auch nichtmonetäre Mittel, zum Beispiel solche, die auf den Ruf zielen. Wenn Führungskräfte nicht nachhaltig agieren, kann man sie ja auch mit Rügen bis hin zu Nichtverlängerung von Verträgen oder sogar Entlassungen bestrafen. Das halte ich für wesentlich sinnvoller.

ESG Boni: Umgekehrte Beweispflicht für Anlageangebote: Benchmarks aus besonders nachhaltigen Wertpapieren

Heute nutzen Anleger meist Aktien- oder Anleiheindizes als Vergleichsmaßstäbe bzw. Benchmarks, die meist nur die am höchsten kapitalisierten Wertpapiere enthalten. Obwohl diese Indizes oft tausende von Wertpapieren umfassen, sind sie oft weniger diversifiziert als gedacht. Vor den entsprechenden Marktkrisen gab es früher hohe Anteile von japanischen, .COM oder Immobilienpreisabhängigen Wertpapieren in diesen Benchmarks.

Trotzdem müssen selbst Großanleger oft Gründe liefern, wenn sie von solchen traditionellen Benchmarks abweichen wollen. Die Anleger sollen zeigen, dass der Verzicht auf nicht-nachhaltige Wertpapiere keine Renditenachteile oder höhere Risiken mit sich bringt. Für den bzw. die Entscheider kann es ein Jobrisiko sein, wenn die von ihnen gewählte Anlage zeitweise schlechter läuft als ein breiter traditioneller Index.

Künftig sollten Anleger Benchmarks nutzen, die nur die nachhaltigsten Wertpapiere enthalten. Anders als heute müssten Anleger und auch Produktanbieter dann begründen, warum sie gegebenenfalls nicht so nachhaltige Wertpapiere in ihren Portfolios zulassen. Diese Maßnahme könnte sehr schnell und kostengünstig zu erheblich mehr nachhaltigen Geldanlagen führen.

Vertriebsprovisionsabbau

Auch wenn es heute schon manchmal anders erscheint: Der größte Teil aller Geldanlageangebote sind nicht oder allenfalls sehr wenig nachhaltig. Das gilt auch für die größten Produktanbieter und Produkte, wie die vielen negativen Berichte zu Blackrock und Vanguard zeigen.

Strengere Nachhaltigkeit erfordert Änderungen an diesen Produkten und an deren Vermarktungen. Das mögen vor allem Anbieter sogenannter aktiver Fonds nicht gerne. Ich erwarte aber nur geringe Änderungen und weiterhin sehr hohe Marketingaufwendungen für die Vermarktung wenig nachhaltiger Produkte. Diese nicht- bzw. sogar anti-nachhaltigen Marketingkampagnen werden zu einem Großteil mit Vertriebsprovisionen finanziert. Ich ein Verbot von Vertriebsprovisionen von Geldanlageprodukten für wichtig, damit neue streng nachhaltige Produkte und auch kleine Anbieter mehr Chancen erhalten. Sogar Morningstar meint “that by lowering the cost of investment products via commission-free share classes

and by unbundling other expenses from the cost of investment management, transparency improves and investors benefit" (Global Investor Experience Study: Fees and Expenses von Morningstar vom 17. September 2019, S. 7).

ESG-Kritik: Über 20 Falschaussagen (2-2020)

Wie alle anderen Investments auch, kann man sogenannte verantwortungsvolle Geldanlagen kritisieren, denn „100% gut für jeden" geht wohl nicht. Mich ärgert aber, dass es immer wieder falsche ESG-Kritik bzw. falsche Aussagen zu ESG-Investments gibt (ESG: Environmental, Social, Governance). Hier sind mehr als 20 falsche Argumente und Kurzkommentare dazu, die ich in bisherigen Blogbeiträgen meist detailliert begründet habe:

1. ESG-Investing kostet Rendite oder erhöht das Risiko. **Falsch**, siehe z.B. Analyse von über 2000 Studien von Friede/Busch/Bassen.

2. ESG Investoren sind Gesinnungsethiker oder „Häkchenmacher". **Falsch**: Erstens müssen Gesinnungsethiker nicht schlechter sein als Renditejünger, zweitens kann man mit ESG-Investments gut verdienen und drittens ist ESG-Investing überhaupt nicht standardisiert, so dass Häkchenmachen gar nicht geht.

3. ESG-Strategien mit börsennotierten Werten bringen nichts. **Falsch**. Angebot und Nachfrage bestimmen Kurse und Kurse wirken auf Finanzierungskosten und Managementkompensation etc. (Betriebswirtschaftslehre Basics, s.a. hier).

4. Ausschlüsse schaden Anlegern, weil man z.B. fossile Energie noch viele Jahre braucht. **Falsch**. Warum sollten Anleger mit beschränkten Geldmitteln (also alle) fossile Energien statt erneuerbarer Energien „finanzieren" (s.a. hier)?

5. Indexfondsanbieter müssen sowieso in alle Werte investieren. **Falsch**. Bei synthetischen ETFs und sogenanntem Sampling haben Indexfondsanbieter Spielräume, die sie „verantwortungsvoll" nutzen könnten. Außerdem könnten Indexfondsanbieter strenge Indizes nutzen und propagieren, wie z.B. SRI ex Fossil Fuel Indizes (SRI: Socially Responsible Investing), s.a. hier.

6. Investmentfonds dürfen nicht zu sehr von ihren traditionellen Benchmarks abweichen. **Falsch**. Aktive Fonds müssen sogar von ihren Benchmarks abweichen, um potenzielle Outperformance erreichen zu können, und alle, also auch eher passive Fonds, können streng nachhaltige Benchmarks wählen (s.a. hier)

7. ESG Daten/Ratings taugen grundsätzlich nichts. **Falsch**, siehe z.B. gute Renditen/Risiken ganz unterschiedlicher ESG-Indizes (s. z.B. hier)

8. ESG Ratings taugen nichts, weil sie je nach Anbieter sehr unterschiedlich sind. **Falsch**. Lieber unterschiedliche Ansätze im Wettbewerb untereinander als einheitlich falsche (Kredit-)Ratings wie vor der Kredit(rating)krise 2008. Außerdem sind E, S

und G Ratings vieler Anbieter durchaus vergleichbar (v.a. MSCI und KLD raten offenbar oft anders).

9. Wenn man ESG-Ratings nutzt, wird das Investmentuniversum zu sehr eingeschränkt. **Falsch**. Von Fondsanbietern selbst gewählte Kapitalisierungs-, Liquiditäts-, Faktor- und viele andere Kriterien schränken die Anbieter sehr oft wesentlich stärker ein. Außerdem reicht oft schon eine Diversifikation über wenige Wertpapiere, um eine relativ gute risikoadjustierte Performance zu erreichen (s. z.B. hier).

10. ESG Ratings werden zu selten durchgeführt. **Falsch**. ESG Ratings sind aufwändig, so dass die einmalige detaillierte Datenerhebung pro Jahr genügen muss. Die Renditen/Risiken von ESG-Indizes, die diese Ratings nutzen, sind trotzdem sehr gut. Außerdem gibt es inzwischen zahlreiche Datenanbieter, die häufigere Ratingupdates ermöglichen.

11. Informationen über aktuelle Kontroversen bzw. andere aktuelle ESG-Informationen müssen genutzt werden. **Falsch**. Das Risiko einer Falschbewertung von aktuellen Kontroversen und von Updates nur auf Basis von Maschine Learning bzw. künstlicher Intelligenz ist hoch.

12. Unternehmen mit guten ESG Ratings sind immer verantwortungsvoll. **Falsch**. Auch Streubombenhersteller können gute ESG Ratings haben.

13. Unternehmen mit guten ESG Ratings sind nach E, S und G Kriterien gut. **Falsch**. Bei aggregierten Ratings kann z.B. gute Unternehmensführung schlechtes Sozialverhalten „kompensieren".

14. Unternehmen mit guten ESG-Ratings sind schon zu hoch bewertet bzw. teuer. **Falsch**, wie man an der Performance von SRI Indizes sieht, die typischerweise hohe ESG-Anforderungen stellen. Außerdem haben bisher nur wenige Fondsanbieter bzw. andere Anleger durchgehend strenge ESG Anforderungen.

15. ESG Momentum/Progress ist eine verantwortungsvolle Geldanlagestrategie. **Falsch**, denn relativ „schlechte" Unternehmen nach ESG-Kriterien werden dabei mit Investments belohnt und „gute" durch Divestments bestraft, denn die Divestmenterlöse werden strategiekonform wieder in „schlechte" Unternehmen angelegt (s. z.B. hier S. 4).

16. Stimmrechtsausübung und Engagement von Anlegern sind wirkungsvoll. **Falsch**, denn es ist sehr teuer/aufwändig, diese Strategie für alle Wertpapiere im Portfolio auszuüben, es gibt wenig Gelegenheiten um verantwortungsvollen Einfluss zu nehmen und der Einfluss einzelner Anleger ist typischerweise gering. Trotzdem mögen Produktanbieter diese Verantwortungsstrategie, um andere Strategien (Divestment, hohe ESG-Anforderungen) nicht streng zu verfolgen, weil Portfoliomanager so am wenigsten eingeschränkt werden, es bis zum (Miss-)Erfolg von Voting/Engagement lange dauert und Misserfolge schwer zu messen/prüfen sind.

17. Konsequente liquide Impactstrategien sind noch nicht möglich, weil zu wenige Unternehmen nach den Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen publizieren. **Falsch.** Mit einem Sektorenansatz, z.B. Investments in „erneuerbare“ Energieunternehmen, kann man so eine Strategie auch ohne Detailreporting umsetzen (s. z.B. hier).

18. Gutes ESG-Investing geht nur mit aktiv gemanagten Fonds. **Falsch**, siehe z.B. die Performance von ESG oder SRI ETFs und z.B. hier.

19. ESG-Investing muss teurer sein als traditionelles, weil die Daten und deren Analyse so viel kostet. **Falsch**. Das sieht man z.B. an günstigen ESG-ETFs. Außerdem gibt es inzwischen sogar einige kostenlose ESG-Datenquellen. Für Anleger teuer sind vor allem hohe Vertriebsprovisionen, die sie meist zahlen müssen, wenn sie aktive Fonds kaufen (s.a. hier und hier).

20. Anlegerberatung in Bezug auf nachhaltige Fonds ist besonders aufwändig. **Falsch**. Es ist viel einfacher, ein gutes Nachhaltigkeitskonzept zu erklären als die meisten Nischenfonds oder quantitativen Fonds oder angebliche „Besonderheiten“ von Me-Too Angeboten.

21. Die Auswahl an verantwortungsvollen Fonds ist schon sehr groß. **Falsch.** Für Retailkunden gibt es meist erst seit Kurzem Angebote in Deutschland und es gibt sehr viele Fonds, von denen behauptet wird, sie seien nachhaltig, aber viele dieser Fonds erfüllen oft nur geringe Nachhaltigkeitsanforderungen wie den Ausschluss von Streubomben (s.a. hier).

22. Die Nachhaltigkeit von Fonds bzw. Greenwashing kann nicht einfach geprüft werden. **Falsch**. Je weniger Titel im Portfolio im Vergleich zum zulässigen Universum sind, desto strenger kann ein Fonds ein. Und das geplante Scoringmodell von der DVFA hilft bei der einfachen und umfassenden Nachhaltigkeitsanalyse von Fonds (s.a. hier).

23. ESG ist eine vorübergehende Mode. **Falsch.** Das sehen sogar MSCI und BlackRock und sehr viele andere ganz anders.

ESG FIRST OR „RESPONSIBLE INVESTMENTS: NO EXCUSES LEFT“ (3-2020)

ESG first? Today it is widely acknowledged that „responsible“ (Environmental, Social and Governance) investments do not have return or risk disadvantages compared with „traditional“ investments (see here, for example). It is less known, that “ESG only” or pure ESG investments can be very attractive.

Even though returns and risks of traditional and responsible investments seem to be comparable, suppliers of traditional financial services often mention disadvantages of responsible investments such as limited scope of investment options, diversification

restrictions and high costs for data and analysis. But that is mostly not true (see http://prof-soehnholz.com/esg-investing-20-false-arguments/).

The key questions are: What does "responsible" mean and how to best invest resonsibly (see Ihttp://prof-soehnholz.com/taxonomy-for-responsible-investments-avoiding-greenwashing/).

ESG first: Overview of „sustainable" investment opportunities

Responsible investments can come in many forms:

Asset segment	**Examples**
Savings products	Microfinance savings account, eco savings certificate
Stocks	Shares of companies with a good sustainability rating
Corporate bonds	Bonds from companies with a good sustainability rating
Green/ Social bonds	Project bonds with an environmental/climate, social or economic development focus
Government securities	Bonds from countries with a positive sustainability rating
Funds	Sustainability mutual and institutional funds including ETFs
Real estate	Individual properties with sustainability certificate and real estate funds
Direct investment	Renewable energy and other infrastructure projects
Forestry	(Certified) Forestry investments
Raw materials	Purchase of gold / silver e.g. with Transfair seal

Own analysis based on Institut für nachhaltige Kapitalanlagen (INK): Nachhaltige Kapitalanlagen für institutionelle Investoren, September 2017, p. 16

Many of these investment options have illiquidity risks and have been subject to other criticism, e.g. microfinance investments can drive borrowers into over-indebtedness and renewable energies may benefit excessively from public subsidies.

ESG first: Make others rich without improving the world?

Responsible investments usually come in the form of equity or credit and suppliers of responsible investments typically want to make a profit or at least pay themselves decent salaries. That is perfectly ok. I rather want providers of sustainable investments to make money than suppliers of non-responsible investments. Also, many low-cost responsible ETFs are available now. They have some limitations, though.

Some people criticise that equity investors just buy stocks from sellers and therefore only enable the seller to make a profit and argue, that this can not be responsible investing. But in a society like ours, most initiatives would not be started without the possibility to generate profits. ("Early") Responsible investors should profit from some investments since they also may lose money in many other (early stage) investments.

And a high demand for scarce responsible equity, even without a direct net inflow of capital, should lead to a higher valuation of the equity. That should facilitate future equity or credit increases and thus allow responsible companies to survive and potentially grow.

ESG first: Problems with exclusions

Responsible investments typically exclude "irresponsible" market segments. But there is little black or white because for many exclusion criteria opposing arguments can be found: Don`t we need weapons for internal security and external defence? Do we need fossil energy to keep electricity accessible for low-income groups and industrial production? Do we need nuclear energy because it produces energy in a climate-friendly manner? Can genetically modified organisms help to reduce hunger? Should we abandon all investments that support beef or dairy production because cattle are among the largest sources of CO2? Are animal experiments important for medical progress? Should gambling be legal because it generates a lot of tax revenue? Are alcohol and tobacco permissible as a „pleasure" goods or should even retailers who offer them be condemned? Should plastic production be outlawed, although plastic is indispensable in many areas of life? Should one generally avoid countries that enforce death penalties such as the US?

Some investors would like to have exclusions that go even further, e.g. airlines, car manufacturers, travel operators, luxury good producers, fastfood chains, softdrikt producers, even banks etc..

There is no generally accepted exlusion standard: Every investor must answer these questions individually.

ESG first: Problems with best-in-class approaches

For fear of under-diversification or "tracking risk" to traditional benchmarks, investments that are the best in their „class" are often included in a portfolio. But even best-in-class investments may have a relatively poor responsibility profile, such as the „best" oil producer.

A "best-in-universe" approach does not have this problem. But selecting only best-in-universe stocks would lead to a portfolio which would exclude many market segments und thus reduce diversification. In addition, many ESG data suppliers generate only best-in-class and do not provide best-in-universe scores.

Investing in a single project, bond or stock is typically much riskier than holding a diversified portfolio. Sometimes it is criticized that responsible investment criteria limit the investment universe too much, so that a sufficient diversification can no longer be achieved. But many studies show that good diversification can be implemented with relatively few securities. And in most cases responsible investments are bought only as add-on investments, anyhow.

ESG first: The problem of aggregated ESG scores

And there are other possible problems for responsible investors. If securities are selected according to an aggregated evaluation, e.g. an ESG (Environment, Social, Governance) rating, securities that have a poor score in one of the dimensions E, S or G can be included in a portfolio if they score well in the other dimensions. That is not unusual: Most „responsible" ETFs use aggregated ESG scores. But for demanding investors it is important to ensure that minimum requirements apply to each score.

Similarly, good projects or good securities, e.g. green bonds, may be initiated or issued by not so good companies who would not be able to receive traditional financing or would have to pay more for it. Consequently responsible investors should rather support good initiatives by good partners (see Soehnholz, Dirk; Frank, Ralf: Responsible investments: Proposal for an operational taxonomy, DVFA Sept. 2018).

ESG first or ESG only?

If the potential investment universe of an active portfolio manager is already small due to many "non-responsible" stock selection criteria, the addition of responsibility criteria (usually referred to as ESG integration) could in fact lead to a measurable reduction in diversification. But traditional security selection criteria such as tracking error limitations to benchmarks, minimum capitalisation and liquidity requirements typically restrict diversification much more than responsibility criteria.

If evidence is analysed correctly, it is difficult to prove that traditional selection criteria have more positive effects on portfolio performance than responsible selection criteria. Indication: The performance of indices that use (almost) exclusively responsible selection criteria (e.g. SRI or ESG indices), typically is comparable to traditional indices. Such „responsible" indices can be defined as ESG only or pure ESG. In contrast, active traditional funds rarely outperform traditional indices and therefore will not systematically outperform responsible indices.

There seem to be no serious excuses left not to invest in a „ESG first“ responsible way.

Divestmentkritik: Populäre aber falsche Kritik an verantwortungsvollen Geldanlagen (9-2019)

Anlass für diesen Kommentar zum Thema „Divestmentkritik“ ist eine Äußerung von Bill Gates und der Beitrag „Weiter in Klimasünder investieren!“ Von Dennis Kremer aus der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung vom 22. September.

In dem Beitrag von Herrn Kremer heißt es in Bezug auf Kritik von Bill Gates in Bezug auf Divestments bzw. Ausschlüsse von „Klimasündern“ aus Geldanlageportfolios: „Wer abspringt, gibt Einfluss auf und überlässt anderen das Feld.“

Herr Kremer schreibt außerdem: „Zumal auch ein einfacher Grundsatz jeglicher Geldanlage dagegenspricht, nur noch in die umweltfreundlichsten Unternehmen zu investieren: Man hätte am Ende ein viel zu konzentriertes Portfolio ohne jegliche Streuung“.

Divestmentkritik: Diversifikation sollte nicht übertrieben werden

Es stimmt, dass Diversifikation der Geldanlage wichtig ist, um Risiken zu senken. Das gilt für die Streuung über Anlageklassen und innerhalb der Anlageklassen über einzelne Wertpapiere, z.B. Aktien. Allerdings wird die Anzahl der für Diversifikation nötigen Wertpapiere bzw. Aktien meist überschätzt.

Ich habe viel über Diversifikation geschrieben, z.B. das Diversifikationsbuch und das Diversifikatorbuch, und meine Firma heißt Diversifikator. Trotzdem biete ich ein globales Portfolio mit nur 5 Aktien an, das nach strengen Environmental, Social- und Unternehmensführungs- bzw. Governancekriterien (ESG) zusammengestellt ist („Global Equities ESG S). Das Portfolio rentiert sehr gut, weist aber relativ hohe Schwankungen auf.

Schon ab 15 oder 30 Aktien weltweit kann man sehr nachhaltige Portfolios mit Renditen und Risiken bilden, die ähnlich sind wie sehr breite Weltaktienindizes. Dazu gibt es viel wissenschaftliches Research.

Ich setze das mit dem aus 30 Aktien bestehenden Portfolio Global Equities ESG um. Diese Renditen werden trotz zahlreicher harter Ausschlüsse von Anlagesegmenten und trotz hoher Anforderungen an Umwelt-, Sozial- und Unternehmenskriterien erreicht (siehe http://prof-soehnholz.com/regelaenderungen-fuer-2019-die-portfolios-mit-den-wohl-strengsten-esg-anforderungen/; aktuelle Kennzahlen zu den Portfolios s. www.diversifikator.com).

Divestmentkritik: Lieber Ausschlüsse und Divestments als voraussichtlich wirkungsloses Engagement

Es macht keinen Sinn, sich an „schlechten“ Unternehmen – nach welchen Kriterien auch immer, zu beteiligen. Selbst den größten Geldanlegern weltweit gehören meist nur sehr geringe Anteile an Unternehmen. Mitbestimmungsmöglichkeiten auf Hauptversammlungen sind sehr begrenzt und „Engagement“ kann zwar zu Veränderungen führen, aber der Prozess ist sehr aufwändig. Man sollte lieber in „gute“ Unternehmen investieren und versuchen, diese noch besser zu machen. Dann müssen schlechte Unternehmen besser werden, um Geld von Anlegern zu halten bzw. neues zu akquirieren (ausführlicher dazu siehe http://prof-soehnholz.com/taxonomie-verantwortungsvoller-geldanlagen-praxisorientierter-vorschlag/).

Divestmentkritik: Grundproblem ist die falsche Benchmarkhörigkeit vieler (institutioneller) Anleger

Das Grundproblem ist meiner Ansicht nach, dass sich zu viele (Groß-)Anleger und Portfoliomanager viel zu eng an breit gestreuten Indizes mit oft tausenden von Wertpapieren orientieren. Um die Abweichungen, den sogenannten Tracking Error zu den Indizes, gering zu halten, wollen sie möglichst viele Großunternehmen aller Branchen in ihren Portfolios halten. Finanztheoretisch ist das Quatsch und ein klarer Fall von Überdiversifikation (siehe auch http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/).

Gerade ein entwickeltes und mittelständisch geprägtes Land wie Deutschland sollte auch bei der Geldanlage nicht nur auf die größten internationalen Großunternehmen aus den verbreitetsten Indizes setzen, sondern Gelanlagen in die „besten“ Unternehmen fördern. Dabei ist es sogar gut, wenn „beste“ unterschiedlich definiert wird, damit nicht alles Geld den gleichen Unternehmen zufließt.

Was man bei aller Kritik and Divestmentkritik allerdings wirklich vermeiden sollte, sind einseitige Investments in sehr enge Themen. Man sollte also nicht unbedingt nur 100% in Wind- oder Solarenergie investieren. Außerdem sollte man natürlich auch bei breiter gestreuten ESG Investments, die auch die Dimensionen Soziales und Unternehmensführung beachten, auf die Kosten achten. Nur in wenige teure Projekte oder geschlossene Fonds zu investieren, ist nicht anzuraten.

EU Klimaindizes und ESG Indexverordnung: Offizielles Greenwashing? (6-2019)

Regulierung kann gut sein

Ich bin durchaus für Regulierung, wenn der Markt versagt. Das gilt zum Beispiel für die sehr begrüßenswerte Forderung nach vollständiger Kostentransparenz (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu/).

Bis 2018 wurden deutschen Privatanleger nur wenige „verantwortungsvolle“ Geldanlageprodukte angeboten. Das ändert sich aber gerade (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/esg-ueberall-aktuelle-esg-news-esg-research-robo-news-und-mehr/).

Ich erwarte aber erhebliche Anbieterwiderstände, weil bisher nur ein sehr geringer Anteil von Geldanlagen konsequent verantwortungsvoll ist (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/esg-paradox-einfach-zu-verkaufen-und-trotzdem-nicht-angeboten/).

Deshalb finde ich es nicht schlecht, dass Privatanleger künftig wahrscheinlich explizit gefragt werden müssen, ob sie nachhaltig bzw. verantwortungsvoll anlegen wollen. Dafür ist jetzt alles vorbereitet (siehe TEG interim report on climate benchmarks and benchmarks' ESG dislosures vom 18.6.2019, S. 32). Trotzdem können Berater Anlegern ja durchaus sagen, dass verantwortungsvolle Anlagen zu Rendite- oder Risikonachteilen haben, z.B. durch höhere Kosten oder geringere Diversifikation, auch wenn Renditen oder Risiken eher besser sind (siehe hier).

Die geplante Klima- und ESG-Benchmarkregulierung der EU geht aber meines Erachtens in die falsche Richtung.

Zwei neue offizielle Klimaindizes

Auf Seite 8 werden die Ziele des EU Kommissionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstum in Bezug auf Benchmarking genannt: Erstens die Schaffung zweier Klimabenchmarks und zweitens die Schaffung von ESG-Transparenz aller Investmentbenchmarks.

Der Report führt vier Ziele der Benchmarks auf (TEG Interim Report s.o. S. 8). Zwei davon werden von den meisten traditionellen Benchmarks auch erfüllt: Basis für passive Investmentstrategien und Hilfsmittel für strategische Asset Alloaktionen. Die anderen zwei Ziele sind „Performance Benchmarks for Greenhouse-Gas Emission Related Strategies" und „Engagement Tools" zu schaffen.

Die Expertengruppe schlägt dafür zwei neue offizielle Benchmarks vor. Eine der Benchmarks ist „strenger" als die andere, z.B. in Bezug auf die Carbon Intensity Reduction im Vergleich zum inverstierbaren Universum: Die EU Climate Transition Benchmark (EU CTB) erfordert 30%, die EU Paris Aligned Benchmark (EU PAB) 50% Reduktion.

Willkürliche Gestaltung der EU Klimaindizes

In dem 67Seiten-Dokument wird detailliert beschrieben, welche Anforderungen diese Indizes erfüllen müssen. Einige der Vorgaben hören sich für mich willkürlich an: Warum werden die sogenannten Scope 3 Emissionen (also die von nicht-Energie-Lieferanten und solche in Bezug auf Transport, Handel etc.) nicht sofort, sondern erst nach zwei bis vier Jahren berücksichtigt? Und warum wird eine 7% p.a. „Selbstdekarbonisierung" der Benchmarks genutzt und nicht eine höhere?

Positiv an der Indexrichtlinie ist dagegen, dass ihre detaillierten Vorgaben zur Standardisierung der CO2 Messung beitragen kann (S. 39ff, z.B. S. 42 zu Mehrfachzählungen).

EU Klimaindizes sind überflüssig

Mein Hauptkritikpunkt ist, dass die Klimaindizes überflüssig sind. Schon heute kann zumindest für börsengelistete Investments relativ einfach festgestellt werden, wie CO2-intensiv ein Investmentportfolio ist. Es gibt zahlreiche Dienstleister, die das berechnen können. Gerade Großanleger können also problemlos feststellen, ob Sie bei 70% oder 50% im Vergleich zum Investmentuniversum sind. Sie können auch heute schon den Auftrag an ihre Asset Manager geben, ihre Portfolios entsprechend aufzustellen.

Für Privatkunden ist das noch nicht so einfach. Das wird sich aber wahrscheinlich auch ohne die EU Indexregulierung ändern, wenn das „Fridays for Future" Interesse anhält.

EU Klimaindizes: Offizielles Greenwashing durch die EU?

Anleger, die Geld in ein EU Klimaindex-Produkt anlegen, sollten davon ausgehen können, CO2-neutrale Investments zu tätigen. Das ist bei den beiden Indizes aber keineswegs der Fall.

Im Gegenteil: Ganz saubere Indizes wie Cleantech-Indizes werden sogar ausgeschlossen (S. 37/38), die EU-Klimaindizes nutzen keine klimarelevanten Ausschlüsse (S. 51ff), CO2-intensive Sektoren müssen sogar in den Indizes enthalten sein (S. 49) und der Finanzsektor wird als „low-carbon" klassifiziert, auch wenn er „dreckige" Anbieter finanziert bzw. versichert (S. 50).

Das sieht nach Greenwashing mit EU Stempel aus, also ganz falsch.

Und für das vierte Ziel der EU-Klimaindizes „Engagement" braucht man auch keine EU Indizes. In dem 67Seiten Dokument wird nicht erklärt, wie Engagement durch die Nutzung der EU Indizes gefördert wird. Meines Erachtens gibt es genug privatwirtschaftliche Engagement-Möglichkeiten, zumindest für Assetmanager und institutionelle Anleger.

Die ESG Indexregulierungsvorschläge sind auch nicht gut

Ich finde es richtig, die Nutzung verantwortungsvolle Indizes zu fördern (s. http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/). Es gibt zwar schon zahlreiche ESG- und SRI-Indizes, die allerdings meist wenig strikt sind (s. http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/). Es kann nicht schaden, wenn die EU die Transparenz für solche Indizes erhöhen will (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/haben-fondsanbieter-angst-vor-reportingtransparenz/).

Die Expertengruppe ist sich durchaus bewusst, dass die Einhaltung ihrer teilweise ziemlich detaillierten Index-Vorgaben zu höheren Kosten von ESG-Indizes führen kann (S. 14). Das liegt auch an der quartalsweisen Aktualisierungspflicht (S. 27). Ich finde es deshalb grundsätzlich gut, dass alle Indizes, also auch „traditionelle", künftig die ESG-Reportingpflichten erfüllen sollen. Allerdings darf für Indexanbieter auch Non-Disclosure gewählt werden (S. 28). Das wird sich aber vermutlich nachteilig auf die

Vermarktungschancen für die Non-Disclosure Indizes bzw. die darauf beruhenden Produkte auswirken.

Gut finde ich auch, dass E, S und G Scores künftig, zumindest auf Indexebene, separat ausgewiesen werden sollen. So kann eine gute „aggregierte“ Unternehmensführung nicht mehr ganz so einfach ein schlechtes soziales oder ökologisches Profil kompensieren.

EU Klimaindizes und ESG-Indizes: Irreführung von Anlegern?

Allerdings müssen keine E, S oder G Mindestscores für die Indexbestandteile ausgewiesen werden. So ist es immer noch möglich, dass einzelne Indexbestandteile keine oder sehr schlechte E, S oder G Ratings haben. Von Privatanlegern kann nicht erwarten kann, dass sie das verstehen.

Ich kann auch nicht nachvollziehen, warum dann einzelne Elemente, die typischerweise in E, S und G Scores enthalten sind, zusätzlich separat berichtet werden müssen (Details für Aktien siehe Seite 19/20). Damit meine ich z.B. „average degrees of board independence and diversity” (G), “number of companies with social violations” (S), “high emitting sector exposure” und mehrere andere Kriterien aus dem Bereich Environment.

Außerdem sind bei den ESG- wie schon bei den Klimaindizes keinerlei Ausschlüsse vorgesehen. Nur die Anteile der Unternehmen aus den Bereichen Kontroverse Waffen und Tabak müssen separat ausgewiesen werden. Dass zum Beispiel Öl- und Kohleproduzenten oder Alkoholhersteller ohne Restriktion in „verantwortungsvollen“ Indizes enthalten sein dürfen, ist Privatanlegern wohl auch nur sehr schwer zu erklären.

Regulierungsvorschläge für EU Klimaindizes und ESG erschweren gute Anlageberatung

Mit dieser komplexen Regulierung wird eine gute Anlageberatung eher schwerer als leichter. Die Vereinheitlichung der CO2-Fussabdruck Berechnung und Mindeststandards für E, S und G-Scores sind zwar gut. Die komplexen Detailregeln mit den vielen Ausnahmen erschweren aber die Anlegerberatung in Bezug auf nachhaltige Anlagen. Das kann dazu führen, dass das Potential nachhaltiger Geldanlagen gehemmt wird. Das ist kontraproduktiv.

Besser als die EU Klimaindizes: Meine 4 Vorschläge

1. Ersatzloser Verzicht auf eigene EU Klimaindizes

2. Überarbeitung der Anforderungen in Bezug auf ESG und CO2 Reporting: Es sollte reichen, wenn E, S und G auch von traditionellen Indizes separat ausgewiesen und Mindestscores transparent gemacht werden. Dazu sollte informationshalber noch ein durch die EU definierter CO-Fußabdruck berechnet werden. Dafür sollten Scope 3 Emissionen aber sofort und eindeutig berücksichtigt werden. Alle anderen vorgeschlagenen Reportings sollten entfallen.

3. Die EU kann zusätzlich eine Liste von eindeutig definierten Ausschlußsegmenten erstellen, auf die sich Indizes beziehen können. Es sollten aber nur 100%-Ausschlüsse genannt werden dürfen.

4. Die Anforderungen unter 2 und 3 können auf alle (liquiden) Geldanlageportfolios ausgeweitet werden, sollten also nicht nur für Indizes gelten.

SICHERE GELDANLAGE MIT NACHHALTIGEN AKTIEN? (3-2021)

Sichere Geldanlage: Finanzfeed hat vor Kurzem zu einer Blogparade zu diesem Thema aufgerufen. Inzwischen sind in einem Geldmagazin (**[geldmag]**) über 40 Beiträge dazu veröffentlicht worden. Hier ist meiner:

Sichere Geldanlage mit null Risiko und positive Rendite: Das ist Wunschdenken. Für langfristig orientierte Anleger gibt es aber durchaus Investments mit guten Renditechancen und geringen Verlustrisiken. Mein Favorit: Ein streng nachhaltiges Aktienportfolio. Bevor ich das erkläre, gehe ich kurz auf andere Geldanlagemöglichkeiten ein:

1. Für Tagesgeld gibt es bei europäischen Banken mit Einlagensicherung aktuell selten mehr als 0,2% Zins pro Jahr. Für einjähriges Festgeld liegt der aktuelle Zins bestenfalls bei 0,8% pro Jahr. Das ist weniger als die erwartete Inflation und führt deshalb wahrscheinlich zu Kaufkraftverlusten.

2. Viele Investoren sahen bisher Anleihen als sichere Anlagen an. Für neue Anleihen werden aber selbst bei langen Laufzeiten kaum noch Zinsen gezahlt. Dafür werden Anleihepreise sinken, wenn Zinsen steigen, wie von vielen Experten erwartet wird. Für Anleihen von riskanten Emittenten werden zwar durchaus attraktive Zinsen gezahlt. Allerdings sind Verlustrisiken dabei vor allem in Krisenzeiten sehr hoch. Viele Großanleger reduzieren deshalb ihre Anleihequoten.

3. Immobilieninvestments galten bisher ebenfalls als ziemlich sicher. Allerdings gab es viele Jahre, in denen mit Immobilien Geld verloren werden konnte. Immobilien sind zudem meist teuer. Außerdem können Immobilien gerade in Krisenzeiten oft nicht schnell verkauft werden (vgl. Sind Vermietungsimmobilien attraktive Vermögensanlagen? – Gerd Kommer Invest (gerd-kommer-invest.de) und Die Rendite von Investments in Immobilien (gerd-kommer-invest.de)).

4. Gold ist auch nicht sicher und hat auch nur selten positive Renditen (vgl. Gold als Investment – braucht man das? – Gerd Kommer Invest (gerd-kommer-invest.de)).

Sichere Geldanlage: Von den großen Anlageklassen bleiben damit nur noch Aktien übrig. Natürlich sind Aktienanlagen riskant. Das hat das Jahr 2020 mit zwischenzeitlichen Kursverlusten von 30% und mehr gezeigt. Andererseits haben Anleger in länder- und branchengestreuten Aktienportfolios auf längere Sicht nur selten Geld verloren.

Das kann man sehr einfach selbst prüfen. Auf MY PORTFOLIO – Portfolio Charts kann man zum Beispiel ein Portfolio aus 50% US und 50% europäischen Aktien anlegen. Die sogenannte Heat Map zeigt, wie viele Jahre man gebraucht hätte, um inflationsbereinigt Geld zu verdienen. Bei den meisten Startjahren wäre das schon nach einem Jahr der Fall. Selbst wenn man direkt vor der (Immobilien-) Finanzkrise Anfang 2008 mit der Aktienanlage angefangen hätte, wäre man im 6. Jahr wieder im positiven Bereich gewesen.

Ich investiere deshalb fast nur noch in Aktien (vgl. hier). Dabei nutze ich nur die nachhaltigsten Aktien oder ETFs. Mein in 2015 gestartetes ESG ETF-Portfolio hat eine ziemlich gute Performance (vgl. www.diversifikator.com und hier). Obwohl ich nur die am strengsten nach Environmental, Social und Governancekriterien (ESG) ausgerichteten ETFs nutze, enthält das Portfolio relativ viele Wertpapiere, die ich nicht für besonders nachhaltig halte.

Deshalb habe ich 2016 eigene konsequent verantwortungsvolle Portfolios aus Aktien entwickelt (vgl. Das Diversifikator Buch). Obwohl ich viele Branchen, Länder und Einzelaktien ausschließe, ist die Performance der Portfolios attraktiv. Das Portfolio aus meinen 5 Nachhaltigkeitsfavoriten (Global Equities ESG S) hat bisher sogar die beste Rendite gehabt. Allerdings weist es auch hohe zwischenzeitliche Verluste auf. Schon mit den 30 nachhaltigsten Aktien (Global Equities ESG) erreiche ich bisher ähnliche Renditen und Risiken wie ein sehr breit gestreuter traditioneller Weltaktien-ETF.

Selbst das nur auf besonders nachhaltige Marktsegmente wie Gesundheit und erneuerbare Energien konzentrierte Portfolio (Global Equities ESG SDG) hat seit 2017 ein vergleichbares Rendite-Risikoprofil. Am besten läuft aktuell das auf diese Marktsegmente ausgerichtete ETF-Portfolio (SDG ETF-Portfolio), das im schwierigen Jahr 2020 fast 18% Plus gemacht hat.

Ob das auch künftig so sein wird, weiß ich natürlich nicht. So denken manche Anleger, dass nachhaltige Aktien überwertet sind. Ich meine, dass die Trends zu mehr Aktieninvestments und speziell zu nachhaltigen Geldanlagen noch ziemlich am Anfang stehen. Für mehr Aktieninvestments sprechen die immer noch enormen Giro-, Spar, Tagesgeld- und Anleiheanlagen.

Schon heute erfolgt ein großer Teil der Aktieninvestments in sogenannte nachhaltige Geldanlagen. Wenn man analysiert, welche Wertpapiere bzw. Portfolios als nachhaltig gelten, wird man oft enttäuscht. Das ist nachvollziehbar. Aktive Fondsmanager haben sehr viele Kriterien, nach denen sie Aktien selektieren. Nachhaltigkeitskriterien stehen dabei meistens klar im Hintergrund. Und nachhaltige ETFs sollen vor allem breit gestreut sein. Deshalb enthalten sie meist Unternehmen aus kritischen Ländern und Branchen, die man als streng nachhaltiger Anleger nicht in seinem Portfolio haben möchte. Durch Regulierungsänderungen und Druck von Anlegern werden diese Portfolios aber künftig wahrscheinlich strenger werden müssen. Aus diesen Gründen sehe ich viel Potenzial für fokussierte Portfolios aus streng nachhaltigen Aktien. Für Anleger mit einem Anlagehorizont von mehreren Jahren ist das meiner Meinung nach eine ziemlich sichere Geldanlage.

VERANTWORTUNGSVOLLE INVESTMENTS IM VERGLEICH: SRI ETFS SIND BESSER ALS ESG ETFS (12-2018)

Bis vor Kurzem hat sich kaum jemand für sogenannte verantwortungsvolle Investments interessiert. Jetzt liest oder hört man fast jeden Tag etwas darüber und das nicht nur in der Fachpresse. Verantwortungsvolle Investments sind offenbar „in“. Das Problem ist, dass es keine anerkannte Definition von „verantwortungsvoll“ gibt. Manche Produktanbieter machen es sich leicht und bezeichnen Produkte als verantwortungsvoll, nur weil diese keine Produzenten von Streubomben enthalten. Sehr strenge Nachfrager schließen dagegen grundsätzlich alle gewinnorientierten Angebote aus und suchen nur nach gemeinnützigen Investments.

Greenwashing muss verhindert werden

Im Folgenden detailliere ich einen Vorschlag, der Greenwashing, also die Vermarktung „normaler“ Investments als nachhaltig, reduzieren soll. Gewinnorientierte Investments werden aber grundsätzlich zugelassen. Die Grundannahmen sind: Es ist falsch, verantwortliches Investieren zu suggerieren, wenn das nicht auch nach kritischen Maßstäben zutrifft. Es ist aber auch nicht hilfreich, verantwortungsvolle profitorientierte Investments auszuschließen.

Basis: Klassifizierung der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA)

In dem DVFA Dokument „Verantwortungsvolle Investments: Vorschlag einer praxistauglichen Klassifizierung“ (siehe hier) wird eine mögliche Taxonomie vorgestellt. Ich nutze diese Klassifikation, um unterschiedliche angeblich verantwortungsvolle Produktangebote miteinander zu vergleichen. Dabei liegt der Fokus auf liquiden und vor allem auf günstigen Anlagen, die auch privaten Anlegern offenstehen, also vor allem Aktien-ETFs (Exchange Traded Fonds).

Aktuell gibt es etwa 70 verantwortungsvolle ETFs

Der Vergleich bezieht sich auf die knapp 70 verantwortungsvollen und islamischem Aktien-ETFs, die heute in Deutschland angeboten werden (siehe z.B. hier). Der Ansatz ist aber auch für Unternehmensanleihe-ETFs und sogenannte aktive Fonds nutzbar. Bisher habe ich noch keinen überzeugenden Verantwortlichkeitskonzeptvergleich solcher Angebote gesehen.

"Impact" ist für verantwortungsvolle Investments nicht unbedingt nötig

Die verantwortungsvollsten Geldanlagen wären natürlich solche, die ausschließlich verantwortungsvolle Ziele verfolgen. Spenden sind dabei nicht als Geldanlagen zu werten, schließlich wird kein Geld zurückgezahlt. Sogenannte Impactinvestments zielen typischerweise in erster Linie auf „verantwortungsvolle“ Verbesserungen ("Impact"). Anleger erwarten dabei mindestens die Rückzahlung der Geldanlage aber meist auch eine zusätzliche Rendite unterhalb von vergleichbaren traditionellen Anlagen.

ETFs investieren aber in klassische Aktien. Die in solchen Fonds enthaltenen Aktiengesellschaften wurden gegründet und werden weiter betrieben, um Profit zu erwirtschaften. Impact-Ziele, wie sie in den Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen (siehe hier) formuliert werden, verfolgende Aktiengesellschaften typischerweise nur, wenn sie den Profit nicht beeinträchtigen.

„Renewables“-Fonds sind nicht immer verantwortungsvolle Investments

Impact-Portfolios, die in traditionelle Aktien investieren, selektieren typischerweise Sektoren wie erneuerbare Energien. Das macht die Bestandteile des Portfolios bzw. das Portfolio aber nicht unbedingt „verantwortungsvoller“ als andere Portfolios. So können Unternehmen aus diesem Sektor sehr unsozial sein und eine sehr schlechte Unternehmensführung aufweisen.

Theoretisch könnte ein Renewables-Unternehmen sogar nur Energie für „unerwünschte“ Marktsegmente wie die Rüstungs-, Tabak- oder Alkoholbranche produzieren. Impact wird daher für Aktien nicht zur Beurteilung der Striktheit verantwortungsvoller Investments genutzt. Ein Impact ETF ist daher nicht unbedingt nachhaltiger als ein anderer "verantwortungsvoller" ETF.

Bei geschlossenen Fonds, die Projekte und nicht kommerzielle Aktiengesellschaften finanzieren, kann das Impactkriterium dagegen sehr wichtig für die Beurteilung des Grades der Verantwortlichkeit eines Investments sein.

Teilweise recht lange Ausschlußlisten

Verantwortungsvolle ETFs nutzen vor allem Indizes von anerkannten Indexanbietern wie MSCI aber auch Dow Jones und Solactive. Wenn man die Anzahl von Ausschlußsegmenten als Beurteilungskriterium nutzt, sind die MSCI SRI (Socially Responsible Investment), MSCI Islamic und der MSCI KLD 400 Index die strengsten, denn sie schließen 7 Segmente aus. Bei den MSCI ESG Indizes werden vier bis fünf Segmente ausgeschlossen. Der Dow Jones

Sustainability Index nutzt keine Ausschlüsse aber der ETF auf den Index verwendet 5 Ausschlusssegmente. Der MSCI Impact-Index nutzt zwei Ausschlüsse und die Solactive Indizes schließen meines Verständnisses nach keine Sektoren aus.

Wenn man die ETFs nach Zahl der Ausschlüsse beurteilt, sind die MSCI SRI, Islamic und der KLD 400 Index also am strengsten.

Ausschluß ist nicht gleich Ausschluß

Beim Vergleich berücksichtige ich nicht, ob die Ausschlußsegmente gleich breit definiert sind: Ein Streubombenausschluss zum Beispiel ist natürlich etwas anderes als der Ausschluß aller Arten von Waffen. Ich vernachlässige auch, ob es sich um 100% Ausschlüsse handelt oder ob Toleranz zulässig ist, also ob x% der Umsätze mit einem „Ausschlußsegment" akzeptiert werden. Dabei wird auch nicht berücksichtigt, ob sich die Ausschlüssel nur auf das Unternehmen direkt beziehen oder auch auf den Handel mit Waren des Unternehmens oder seine Lieferanten. Vereinfacht gehe ich also davon aus, dass mehr Ausschlüsse besser sind.

Ich habe die Performances der unterschiedlichen Indizes nicht systematisch miteinander verglichen, aber die Performance des ältesten Indexes, des KLD 400 Index, ist ziemlich gut (siehe hier). Ähnliches gilt meines Wissens auch für die überwiegende Zahl der SRI Indizes. Auch die Diversifikation dieser Indizes scheint ausreichend zu sein, wie man an den relativ guten Risikokennzahlen sieht.

Relativ geringe Anforderungen an ESG Kriterien

Dem oben genannten DVFA Dokument zufolge kann man verantwortungsvolle Produkte zudem danach klassifizieren, wie die Minimumanforderungen an die Kriterien Umwelt (E), Soziales (S) und Unternehmensführung (G) sind.

Keiner der den in Deutschland öffentlich angebotenen ETFs zugrunde liegenden Indizes verlangt individuelle Minimumratings der Kategorien E, S oder G. Das wird aber von der DFVA vorgeschlagen, weil in einem aggregierten ESG-Score bzw. Rating ein schlechtes Rating für eine Kategorie, z.B. Umwelt, durch ein gutes Scoring in einer anderen, z.B. Unternehmensführung, kompensiert werden kann (zu ESG Ratings siehe auch hier).

Best-In-Class ist unzureichend

Außerdem fordert die DVFA die Nutzung von Best-in-Universe Absätzen, d.h. die E, S und G Ratings müssen zu den besten des Anlageuniversums gehören, also bei einem globalen Aktienportfolio alle Aktien weltweit umfassen. Das unterscheidet sich von dem sogenannten „Best-in-Class" Ansatz, bei dem z.B. die fossilen Energieproduzenten mit den besten ESG Ratings im Portfolio auftauchen können.

Bei Best-in-Class Ansätzen oder der Nutzung aggregierter ESG-Scores könnten Anleger „Umweltsünder", „Sozialsünder" oder „Governancesünder" in ihren angeblich

verantwortungsvollen Portfolios finden. Für "normale" verantwortungsvolle Anleger ist das aber weder verständlich noch akzeptabel.

Die ESG und die Islamic Indizes von MSCI haben keine ESG-Mindestanforderungen. Die SRI, KLD und Impact Indizes von MSCI verfolgen dagegen zumindest Best-in-Class Ansätze.

Für Anleger, die keine "nicht-verantwortungsvollen" Überraschungen im Portfolio finden wollen, ist daher keiner der o.g. Indizes bzw. ETFs geeignet.

Keine direkten Stimmrechtsausübungen

In dem Dokument der DVFA wir auch das Thema Stimmrechtsausübung angesprochen. Grundannahme ist, dass Anleger ihr Geld lieber in „gute“ als „schlechte“ Unternehmen investieren sollten. Dadurch, dass gute Unternehmen „belohnt“ werden hoffen sie, dass „schlechte“ Unternehmen sich verbessern müssen, wenn sie künftig Anlegergelder haben wollen.

Einige Anbieter sogenannter verantwortungsvoller Investments argumentieren anders: Sie behaupten, dass bei „schlechten“ Unternehmen einfacher, kostengünstiger und/oder schneller Verbesserungen von ESG Kriterien zu erreichen sind. Dazu wollen diese Anbieter mit den Stimmrechten der von ihnen gehaltenen Unternehmensanteile auf diese Unternehmen einwirken. In dem DVFA-Papier wird eine andere Auffassung vertreten: Auch „gute“ Anbieter können weiter verbessert werden.

Großanleger argumentieren manchmal, dass sie durch ihre Anlagebedingungen mehr oder weniger gezwungen sind, in den breiten Markt zu investieren (zur Kritik an sogenannten Tracking Error Vorgaben siehe z.B. hier). Das bedeutet, dass sie auch in wenig verantwortungsvolle Unternehmen investieren müssen. Dafür möchten sie, dass ihre teils erheblichen Stimmrechtsanteile verantwortungsvoll ausgeübt werden.

Aus den Indexregeln der in Deutschland angebotene ETFs kann ich keine Vorgaben zur Stimmrechtsausübung entnehmen. Anbieter von ETFs behaupten zwar, dass sie ihre Stimmrechte verantwortungsvoll ausüben, aber das wird manchmal als unzureichend kritisiert (siehe z.B. hier).

Datenanbieter sind nicht kritisch

Die ETFs basieren vor allem auf drei Indexanbietern. MSCI nutzt sein eigenen ESG-Daten. Hinter Dow Jones und Solactive stehen Anbieter wie Robeco, Oekom und Arabesque.

Ich kenne keine überzeugende öffentliche Untersuchung, welche die Über- oder Unterlegenheit diverser ESG-Ratingansätze zeigt. Hier gibt es m.E. noch Forschungsbedarf.

Meines Wissens erfüllen alle diese Anbieter die im DFVA-Papier genannten Mindestanforderungen: Nutzung von mindestens je 10 E, S und G Kriterien und Abdeckung

von mindestens einem Viertel der Kapitalisierung des jeweiligen Marktes mit mindestens einmal jährlicher systematischer Überprüfung.

Kombination der Kriterien ist sinnvoll

Grundsätzlich ist eine Kombination der Kriterien sinnvoll. So bietet meine Firma Diversifikator (www.diversifikator.com) ein sogenanntes Öko-ESG-Portfolio an, das nur Aktien aus einem SDG-Segment (Impact) aufnimmt, 10 Ausschlusssegmente berücksichtigt (was in diesem Fall einfach ist aber was für alle ESG-Portfolios von Diversifikator gilt) und das Mindestanforderungen für E, S und G Ratings separat nutzt.

DVFA Ansatz ist praxistauglich

Mir erscheint die DVFA Klassifikation sehr praxistauglich zu sein. Bei Nutzung dieser Taxonomie sollten diese Ziele erreicht werden können:

1) Verantwortungsvolle Investments allgemeinverständlich machen.
2) „Greenwashing“ vermeiden/reduzieren.
3) Unterschiedliche verantwortungsvolle Investments nach ihrer "Strenge" differenzierbar machen.

Allerdings bin ich als Verfasser des DVFA-Dokumentes und Anbieter streng verantwortungsvoller Portfolios (Performance etc. siehe www.diversifikator.com) natürlich nicht unbefangen. Kritik ist definitiv erwünscht.

ESG-Ratings: Kritik an Flossbach Kritik (10-2018)

ESG-Ratings sind systematische Environmental, Social und Governance Beurteilungen von Wertpapieren. Im aktuellen Anlegerrundbrief kritisiert Bert Flossbach von Flossbach von Storch solche Ratings. Er kritisiert vor allem drei Punkte: Unklare Definitionen, Intransparenz und Unzulänglichkeit der Ratings für Anlageentscheidungen.

Unklare Definitionen?

Richtig ist, dass es bisher keine anerkannten Definitionen von Nachhaltigkeit oder ESG gibt. Die EU hat extra eine Expertenkommission eingesetzt, um das zu ändern. Es gibt aber bereits Vorschläge für praxistaugliche Klassifikationen (siehe DVFA).

Ich stimme Herrn Flossbach zu, dass „Nachhaltigkeit“ und verwandte Begriffe zu häufig für das Marketing genutzt werden, ohne dass solche Angebote einigermaßen strengen Nachhaltigkeitsanforderungen genügen („Greenwashing“).

Eine verlässliche und praxistauglich, d.h. nachprüfbare Taxonomie ist daher wichtig, um Greenwashing zu verhindern (siehe DVFA).

Hohe Transparenz von ESG-Ratings

Herr Flossbach kritisiert zudem, dass es zwar eine ganze Reihe von sogenannten Nachhaltigkeitsscores oder ESG-Ratings gibt, aber diese intransparent seien. Diese Kritik muss meines Erachtens differenziert werden. Professionelle ESG-Ratinganbieter wie Sustainalytics und Thomson Reuters, mit denen ich bereits gearbeitet habe, legen ihre Ratingkriterien transparent offen. Allerdings kann ich die ESG-Ratings selbst als Kunde solcher Anbieter nicht unbedingt nachrechnen, wenn ich keinen vollständigen Zugriff auf alle Detailbestandteile der Ratings habe. Diese Ratinganbieter haben jedoch sehr viele professionelle Kunden weltweit, die die Ratings hinterfragen und so helfen, die Ratings zu verbessern.

Ich habe noch nicht viele gute wissenschaftliche Studien zum Qualitätsvergleich von ESG-Ratings gesehen (siehe hier[109]). Ich habe den Eindruck, dass professionelle Ratingagenturen in Bezug auf besonders gute Unternehmen und besonders schlechte Unternehmen oft übereinstimmen.

Etwas anders sieht es mit sogenannten internen ESG-Scorings aus. Produktanbieter, die eigene ESG-Ratings vornehmen, sind selten so transparent wie professionelle Verkäufer von ESG-Scores. Ausserdem beurteilen sie meist weniger Unternehmen und nutzen auch weniger ESG Kriterien.

Aber auch hier Bedarf es der Differenzierung: ESG-Produktanbieter mit institutionellen Kunden müssen diesen in der Regel eine sehr gute ESG-Ratingqualität und Transparenz bieten, um ihre Produkte verkaufen zu können. Retailproduktanbieter unterliegen dagegen meist sehr viel geringeren Anforderungen.

ESG-Ratings sind für Anlageentscheidungen geeignet

Herr Flossbach kritisiert auch, dass ESG-Scores für Anlageentscheidungen genutzt werden. Das sehe ich anders.

Dabei unterscheide ich drei Gruppen von Anbietern:

1. Anbieter diskretionärer Portfolios, die nicht voll regelbasiert arbeiten.

2. Anbieter regelbasierter Portfolios, die auch ESG-Kriterien nutzen, z.B. sogenannte quantitative Assetmanager (Quants) oder Multi-Faktor ETF-Anbieter.

3. Anbieter regelbasierter Portfolios, die ganz überwiegend ESG-Kriterien nutzen, wie ESG-ETF-Anbieter und mein Unternehmen Diversifikator (PureESG).

[109] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3212685

Alle Portfoliomanager treffen Entscheidungen über Aufnahme und Gewichtung von Wertpapieren in Portfolios. Diese erfolgen für Gruppe 1) nicht vollkommen regelbasiert bzw. systematisch.

Gruppen 2) und 3) treffen dagegen systematische Anlegeentscheidungen, oft aufgrund von sogenannten „Scores".

Ich kenne keine überzeugenden Untersuchungen die zeigen, welche der drei aufgeführten Strategien bzw. Investmentphilosophien eine bessere Performance generiert. Zwar schneiden passive Fonds (Gruppe 2 und 3) meist besser ab als aktive Fonds (Gruppe 1), allerdings liegt das vor allem an den niedrigeren Kosten der oft als Indexfonds oder ETFs angebotenen regelbasierten Strategien.

Andererseits gibt es noch weniger Indikationen, dass voll regelbasierte Portfolios schlechter performen als diskretionäre. Insbesondere nach reinen ESG-Kriterien selektierte ESG-ETFs schneiden typischerweise nicht schlechter ab als vergleichbare traditionelle ETFs (siehe z.B. hier[110]).

Ähnliches lässt sich für PureESG Portfolios von Diversifikator im Vergleich zu traditionellen ETFs zeigen. Dabei scheint es nicht entscheidend zu sein, welcher ESG-Ratinganbieter genutzt wird oder wie streng die ESG-Kriterien sind.

So verwendet Diversifikator besonders viele Ausschlüsse und schließt Titel unabhängig von ihrer Branche aus, wenn sie nicht gewisse Mindestanforderungen genügen („Best in Universe" Ansatz) und erzielt trotzdem ganz überwiegend attraktive Performances.

Anderes Fazit: ESG-Ratings sind hilfreich

Es ist wünschenswert, wenn eine klare Taxonomie kommt und sich die Transparenz von ESG Ratings weiter erhöht. Während Flossbach für diskretionäre Portfolioansätze mit umfassenden Selektionskriterien plädiert, spricht meines Erachtens alles dafür, konsequent nachhaltig anzulegen, und zwar vorzugsweise in günstige Produkte, selbst wenn sie einen strengen puren ESG Ansatz verfolgen, also nur ESG-Scores für die Wertpapierselektion nutzen (siehe auch hier[111]).

Weder Greenwashing noch Greenbashing: Kritik an Flossbach Kritik (2-2019)

Harsche Kritik an verantwortungsvollen Investments nenne ich Greenbashing. Greenwashing ist die Vermarktung von „normalen" Investments als besonders verantwortungsvoll. Beides schadet der Geldanlagebranche.

[110] http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-interessante-veroeffentlichungen/
[111] http://prof-soehnholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/

Anlass für diesen Beitrag ist eine Rede des von mir sehr geschätzten Herrn Flossbach von dem sehr erfolgreichen Vermögensverwalter Flossbach von Storch. Diese Rede wurde Ende Januar auf dem Fondsprofessionell-Kongress in Mannheim gehalten. Sie wurde von den zahlreich erschienen Vermögensverwaltern und Anlageberatern mit überwiegender Zustimmung aufgenommen. Inzwischen hat auch die FDP eine ähnliche Analyse bzw. Kommentare wie Herr Flossbach veröffentlicht. Ich stimme einigen Aspekten der Kritik zu, halte andere aber für falsch.

Für Langfristanleger ist ökonomische Nachhaltigkeit am wichtigsten

Dieser These von Herrn Flossbach stimme ich zu. Bei der Geldanlage geht es in erster Linie um eine gute langfristige Rendite. Herr Flossbach ist sich dabei ziemlich sicher, wie ökonomische Nachhaltigkeit bestimmt werden kann. Andere Vermögensverwalter scheinen ökonomische Nachhaltigkeit aber anders zu definieren oder für nicht so wichtig zu halten. Oder wie sonst ist es zu erklären, dass professionelle Geldanlageportfolios/Fonds im Durchschnitt regelmäßig schlechter abschneiden als passive Benchmarks?

Andererseits zeigen zahlreiche Studien, dass sozial und ökologisch nachhaltige Geldanlageportfolios nicht schlechter sind als traditionelle Portfolios. Wenn das so ist, spricht aus ökonomischer Anlegersicht alles für eine Anlage in solche nachhaltigen Portfolios (siehe z.B. hier).

In seinem Vortrag hat sich Herr Flossbach skeptisch zu solchen Studien geäußert und sinngemäß gesagt, dass Professoren messen, was man nicht messen kann. Ich habe zahlreiche dieser Studien gelesen und keine systematischen Verzerrungen gefunden. Ich habe auch viele Studien gelesen, die angebliche nicht-nachhaltige Outperformancefaktoren gefunden haben. Viele dieser Studien sind konzeptionell kritisch oder in der Praxis nicht erfolgreich replizierbar. Allerdings sind gute evidenzbasierte Analysen sehr anspruchsvoll (siehe auch hier).

Greenwashing ist ein Problem und schadet der Branche

In seinem Vortrag hat Herr Flossbach kritisiert, dass zahlreiche Anbieter ihre Geldanlageprodukte als nachhaltig anpreisen, obwohl sie kaum nachhaltig seien. Das ist wirklich ein Problem, weil Anlegern etwas suggeriert wird, was nicht geliefert wird (siehe auch hier).

Besonders kritisch finde ich, wenn Vertreter der Geldanlagebranche oder auch sogenannte Nachhaltigkeitsexperten sich damit brüsten, dass schon sehr viel Geld nachhaltig angelegt sei. Sie sollten lieber prüfen, ob das wirklich ernsthaft der Fall ist. Manchmal scheint schon der explizite Ausschluss von Streubomben, die sowieso nie im Portfolio waren, zu genügen, um ein Portfolio als nachhaltig anzupreisen bzw. zu kategorisieren. Wenn die Branche solche Selbstklassifikationen kritiklos übernimmt, wird Greenwashing unterstützt statt verhindert.

Eigeninitiative der Vermögensverwaltungsbranche ist nötig

Anstatt sich zu beschweren, dass es keine anerkannten Standards für verantwortungsvolle Geldanlagen gibt, könnte die Branche sich eigene Standards geben. Das wird auch versucht, war aber bisher noch nicht sehr erfolgreich. Das ist auch nicht einfach. So nutzen privatwirtschaftliche Ratingagenturen teilweise über einhundert Einzelkriterien pro Unternehmen für die Beurteilung der ökologischen, sozialen und Unternehmensführungsqualität (ESG für Environment, Social, Governance). Welche Kriterien genutzt werden und wie sie zusammengeführt werden, wird nicht einfach zu standardisieren sein, ist aber auch gar nicht nötig. So reichen meines Erachtens einfache Vorgaben an die Ratingsysteme, um eine Mindestqualität sicherzustellen (siehe DVFA Ansatz und meine erste Kritik an Flossbach Kritik).

Wenn die Geldanlagebranche nicht schnell eine überzeugende Selbstregulierung hinbekommt, sollte es meiner Meinung nach zu einer öffentlichen Regulierung kommen.

Greenbashing, weil aktive Manager Angst haben?

Man kann auch kritisieren, dass Anlegern seit Jahrzehnten Geldanlagen mit Outperformanceanspruch angeboten werden, die im Schnitt schlechter als passive Benchmarks abgeschnitten haben. Dafür werden oft weiterhin hohe Gebühren von Anlegern verlangt. Trotzdem wächst die Assetmanagementbranche weiter stark und verdient viel Geld (siehe z.B. hier).

Dass aktive Manager Angst um ihre gut bezahlten Jobs haben, ist nachvollziehbar. Sogenannte aktive Manager, die eine Outperformance gegenüber passiven Benchmarks suggerieren (also fast alle), sollten sich mit Kritik an zusätzlicher Regulierung aber zurückhalten. Vielleicht haben aktive Portfoliomanager nämlich aus einem anderen Grund Angst, nämlich generell vor der Prüfung von Marketingaussagen. Wenn die Aufsichtsbehörden nicht nur prüfen würden, ob Marketingunterlagen in Bezug auf Nachhaltigkeitsaspekte strengen Evidenzprüfungen standhalten, würden sie wohl feststellen, dass nur wenige Performancewerbungen für traditionelle Ansätze solche Prüfungen bestehen würden (siehe hier).

Eigentlich sollten aktive Manager wissen, ob ihre Marketingaussagen strengen Prüfungen standhalten können. Wenn man böswillig wäre, würde man vielleicht sogar behaupten, dass solche Outperformancesuggestionen wider besseres Wissen erfolgen. Noch schlimmer wäre es wohl, wenn die Manager selbst an ihre Aussagen glauben würden. Oder anders gefragt: Was ist schlimmer: Sie wissen, was sie tun, oder sie wissen es nicht?

MIFID II als erster Schritt in die richtige Richtung

Die zunehmende Regulierung der Geldanlagebranche hat sicher mehr Bürokratie gebracht. Sie hat aber auch dazu geführt, dass Kosten von Geldanlagen transparenter werden. Durch stärkere Berücksichtigung von Anlegerinformationen kann der Anlegerschutz verbessert werden. Allerdings hat die Regulierung auch dazu geführt, dass inzwischen weniger Interessenten persönliche Beratung oder auch die Mitsteuerung von Vermögensanlagen angeboten wird. Automatisierte Beratung und standardisierte Vermögensverwaltung nehmen dagegen (langsam) zu.

Regulierung und Bürokratie sollten sich auf wichtige Aspekte beschränken

Bürokratie sollte geringgehalten werden, um keine unnötige Zeit- und Kostenbelastung für Anleger und Anbieter zu sein.

Ähnlich wie bei ETFs war es auch bei nachhaltigen Anlagen bisher so, dass diese Privatkunden selten aktiv angeboten wurden. Teilweise wurde auf Nachfrage sogar von ihnen abgeraten (siehe hier). Das ist sogar nachvollziehbar. Mit ETFs können Anbieter weniger Geld als mit anderen Anlagen verdienen. Und nachhaltige Anlagen sind wohl erklärungsbedürftiger als vergleichbare traditionelle Anlagen, was zu höheren Beratungskosten der Anbieter führen kann.

Andererseits bieten Anbieter zunehmend exotischer Produkte mit angeblicher Outperformance an. Auch das muss Anlegern erklärt werden. Darüber jammert bisher kein Anbieter.

Nachhaltige Geldanlage schränkt Anleger nicht unnötig ein

Nachhaltige Investmentansätze schränken das Universum von Geldanlagemöglichkeiten auch nicht zu sehr ein. Wenn ein Fondsmanager z.B. nur auf niedrig bewertete deutsche Value Small Caps setzt, schränkt er sich selbst stark ein. Alternativ kann man auf nach strengen ESG Kriterien selektierte deutsche Aktien setzen (siehe z.B. hier) und hat vielleicht trotzdem ein größeres Anlageuniversum zur Verfügung.

Ob der eine oder der andere Investmentansatz künftig bessere Anlageergebnisse bringt, wird sich erst im Nachhinein zeigen. In der Vergangenheit haben jedenfalls sogenannte aktive Manager eher schlechtere Renditen eingebracht als passive Benchmarks, während verantwortungsvolle Geldanlagen oft vergleichbare Renditen wie passive Benchmarks erreicht haben.

Deshalb fände ich es gut, wenn Anleger künftig gefragt werden, ob sie nachhaltige oder traditionelle Anlegen wollen.

EU fokussiert mit ihrer Taxonomie-Initiative zu stark auf Klimaaspekte

Auch ich sehe einige Aspekte der angedachten möglichen Regulierung als kritisch. Ich halte nichts davon, nachhaltige Investments durch niedrigere Eigenkapitalanforderungen zu fördern und damit Anlagen riskanter als traditionelle Anlagen zu machen bzw. Eigenkapitalanforderungen generell aufzuweichen.

Außerdem fokussiert die Taxonomieinitiative sehr stark auf Klimaaspekte. Diese sind zwar sehr wichtig, aber andere ökologische und soziale Aspekte dürfen keinesfalls vernachlässigt werden. Das hat die EU allerdings auch vor, lässt sich damit aber vielleicht zu viel Zeit.

ESG Regulierung der EU ist noch offen

Bisher ist meines Wissens nicht vorgesehen, dass Vermögensverwalter ESG Ratings nutzen müssen und schon gar nicht, welche. Dabei halte ich es gar nicht mal für schlecht, wenn man verlangen würde, dass Portfoliomanager die ESG-Qualität ihre Portfoliobestandteile kennen und gegenüber Anlegern transparent machen sollten. Sie sollten aber trotzdem entscheiden können, welche Ratings sie nutzen und auch, ob sie diese ignorieren wollen, weil sie andere Wertpapierselektionskriterien für wichtiger für Anleger halten.

„Eine Allianz aus Lobbyisten, Aktivisten und Politikern wolle Anleger in ihrem Sinne erziehen und der Fondsbranche vorschreiben, „wie wir investieren sollen““, sagt Herr Flossbach (siehe hier). Ich kenne aber keine ernsthaften derartigen Bestrebungen. Eine solche Zuspitzung der Diskussion ist meines Erachtens nicht hilfreich.

Mindestratings sollten nicht vorgeschrieben werden

Mindestratings oder die Nutzung bestimmter Ratingagenturen sollte nicht vorgeschrieben werden. Dieser Fehler aus der Zeit vor der Finanzkrise 2008 sollte nicht wiederholt werden. Denn das hat unterstützt, dass institutionelle Anleger aus regulatorischen Gründen fast nur Anleihen mit bestimmten angeblich guten Ratings kaufen durften und die Anreize sehr hoch waren, Ratings zu beschönigen.

Ob Angebote strenger oder weniger streng nachhaltig sind, kann man unabhängig von unterschiedlichen Ratingansätzen bzw. Anbietern beurteilen. Insbesondere sollten auch interne Ratings zugelassen werden, wenn sie bestimmte Mindestanforderungen erfüllen (siehe DVFA Klassifikation). Damit wird auch das angebliche Risiko der Abhängigkeit von externen Ratingagenturen reduziert.

Die Nutzung solcher Ratings ist aber kritisch zu sehen, wenn damit gute Nachhaltigkeitsqualität suggeriert wird. Ich kenne kein Unternehmen, das bei allen Nachhaltigkeitsaspekten perfekt ist. Anleger müssen immer Kompromisse machen, auch in Bezug auf Nachhaltigkeit.

Lieber Gesinnungsethik als Greenbashing

Flossbach von Storch hat mit der Unterzeichnung der UN Principles for Responsible Investments erste Schritte in Richtung Nachhaltigkeit unternommen. Herr Flossbach möchte nachhaltige Investments aber „aus der gesinnungsethischen Ecke befreien“ (siehe hier).

Laut Wikipedia ist Gesinnungsethik „ein Typ moralischer Theorien, der Handlungen nach der Handlungsabsicht und der Realisierung eigener Werte und Prinzipien bewertet, und zwar ungeachtet der nach erfolgter Handlung eingetretenen Handlungsfolgen. Auch Gesinnungsethiker müssen jedoch vor ihren Handlungen die erwarteten Handlungsfolgen gründlich und angemessen beurteilen und in ihr Urteil über eine moralisch richtige Handlung einbeziehen.“

In diesem Sinne muss Gesinnungsethik nicht schlecht für Geldanleger sein.

Wer im Glashaus sitzt …

In der Ankündigung zu dem Vortrag von Herrn Flossbach hiess es: „Nachhaltigkeit lässt sich aber nicht mit simplen Checklisten beurteilen oder politisch vorgeben. Fehlanreize und die Saat der nächsten Finanzkrise wären die Folge – gut gemeint ist regelmäßig schlecht gemacht.“ Dieses „Greenbashing“ ist völlig überzogen und genauso falsch wie Greenwashing.

Sogenannte nachhaltige Geldanlagen lassen sich trefflich kritisieren. Aber traditionelle Geldanlagen auch. Sie sind relativ teuer, wie auch die guten Margen großer traditioneller Vermögensverwalter zeigen, schlagen passive Benchmarks aber nur selten. Da investieren ich lieber gesinnungsethisch in nicht-perfekte nachhaltige Anlagen, die genauso gut performen wie traditionelle Geldanlagen.

Greenwashing sollte durch (Selbst-)Regulierung verhindert werden. Greenbashing ist aber auch zu verurteilen.

Haben Fondsanbieter Angst vor ESG-Reportingtransparenz (6-2019)?

Professor Dr. Thomas Mayer vom Flossbach von Storch Research Institute hat am 9. Juni 2019 einen Beitrag mit dem Titel „Die Nachhaltigkeits-Falle“ in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung veröffentlicht (Seite 29), in dem er m.E. gegen ESG-Reportingtransparenz argumentiert.

Reportingtransparenz statt Zwang

Herr Mayer konstruiert folgenden Fall: Zwei gleiche Unternehmen: Eines davon mit weniger Umweltinvestitionen und dadurch mehr CO2-Ausstoß und mehr Gewinn, sei deshalb angeblich attraktiver für Anleger. Er schreibt, Anleger können nur durch „Zwang“ wie Kapitalexportkontrollen zur nachhaltigen Anlage gebracht werden. Statt Reportingtransparenz oder „Zwang“ empfiehlt er Kosten für CO2-Ausstoß.

Ich habe nichts gegen Kosten für den CO2 Ausstoß. Es ist aber sicher viel einfacher, Unternehmen zu einem transparenten Reporting zu bringen als weltweit den CO2-Ausstoß einheitlich zu regeln. Darauf sollte hingearbeitet aber nicht gewartet werden.

Reportingtransparenz und Geldflüsse

Transparenz, wie sie die EU will, kann helfen (siehe z.B. hier http://prof-soehnholz.com/taxonomie-verantwortungsvoller-geldanlagen-praxisorientierter-vorschlag/).
Anleger können dann das umweltfreundlichere Unternehmen wählen. Viele Statistiken zeigen, dass umweltfreundlichere Unternehmen typischerweise keine geringen Renditen bringen als andere (siehe z.B. hier).

Nach vielen Umfragen sind Anleger aber selbst bei potenziell geringeren Finanzrenditen bereit, in umweltfreundlichere Unternehmen zu investieren. Wenn das so kommt, werden umweltverschmutzende Unternehmen sauberer werden müssen, um mehr Anlegergeld zu bekommen.

Mayer schreibt: Der „dumme Investor" braucht nur die Vorgaben der Experten „erfüllen und sich um die Folgen nicht kümmern". „Der intelligente Investor kann sich über die Kriterien „G" und „S" höchstwahrscheinlich ein besseres Urteil bilden, als eine aus Industrievertretern und Interessengruppen zusammengesetzte Expertengruppe".

Mehr Reportingtransparenz kann kaum schaden

Ich verstehe nicht, wie man gegen mehr Transparenz für Anleger sein kann, zumal das die Unternehmen kaum mehr kosten wird. Schon heute müssen sie viel reporten. Künftig soll es nur mehr Standardisierung und Interpretationshilfen geben. Das könnte die Reportingkosten sogar senken.

Natürlich ist es schwierig, objektives Reporting zu erstellen. Aber nicht-perfektes Reporting heißt noch lange nicht, dass es irreführend ist.

Irreführen geht anders: Seitdem grüne Geldanlagen modisch sind, brüsten sich viele Anbieter mit „nachhaltigen" Angeboten. Wenn man sich diese genauer ansieht, stellt man schnell fest, dass sie meist sehr wenige harte Ausschlußkriterien nutzen und oft nur relativ geringe ökologische und soziale Anforderungen an Unternehmen stellen. Jede zusätzliche Transparenz dazu ist wichtig. Es wird heute viel zu viel Greenwashing betrieben (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/weder-greenwashing-noch-greenbashing-kritik-an-flossbach-kritik/).

„Dumme" Anleger, die sich nach Environment, Social und Governance Ratings richten, halte ich für schlauer, also solche, die solche Ratings gar nicht beachten. Solche Ratings zu nutzen heißt ja noch lange nicht, dass daraus formale Investitionsbeschränkungen abgeleitet werden.

Reportingtransparenz gegen Benchmarkhugging

Meines Erachtens gibt es ein viel größeres Problem: Heute erhalten viel nachhaltige Unternehmen weniger Geldanlagen als nicht-nachhaltige Unternehmen, wenn sie nicht in gängigen Finanzindizes vertreten sind (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/). Die Angst der Abweichung von traditionellen Benchmarks ist bei institutionellen Anlegern und professionellen Geldanlageanbietern oft groß. Sie beschränken sich selbst, ohne dazu gezwungen zu werden.

Traditionelle und Greenwashing-Anbieter sollten wirklich Angst vor Transparenz haben.

Ein quantitativer Responsible Investment Ansatz (9-2014)

Es gibt sehr viele verschiedene Sustainability oder Responsible Investment Ansätze. Der Mangel an anerkannten Standards ist wohl bisher einer der wesentlichen Gründe dafür, dass sich Responsible Investment noch nicht durchgesetzt hat.[112]

Warum gibt es keine anerkannten Standards? Das Geschäftsmodell von ESG-Research- bzw. Ratingfirmen besteht darin, möglichst viele relevante Daten zu sammeln, zu beurteilen und zu aggregieren. Dabei werden oft weit über 100 ESG Daten pro Wertpapier gesammelt, die sich von Branche zu Branche und sogar von Unternehmen zu Unternehmen unterscheiden können. Selbst wenn man davon ausgeht, dass die Beurteilung der einzelnen Daten objektiv ist, bleibt das Problem der Selektion der für einen Investor relevanten Daten bzw. die schwierige Aggregation zu einem ESG-Score.

So kommen unterschiedliche Investoren zu ganz unterschiedlichen Einschätzungen: Für die einen ist Ökologie wie der Carbon Footprint besonders wichtig, für andere stehen soziale Faktoren wie humanitäre Arbeitsbedingungen oder Corporate-Governance Faktoren im Vordergrund.

Theoretisch gibt es eine Lösung: Man könnte zum Beispiel nur die Faktoren selektieren, die statistisch relevant das Risiko von Investments senken oder die Rendite steigern[113]. Bei diesem Ansatz wird nur auf die für Kapitalanaleger typischen Ziele Renditesteigerung bzw. Risikosenkung abgestellt[114]. So kann einfacher Konsens über den richtigen ESG-Ansatz erreicht werden. Die Asset Allokation bzw. Titelselektion kann weiter auf Rendite und Risiko fokussieren und es muss keine zusätzliche „Responsible“ Ziel-Dimension einführen.

Investoren, für die Responsible Investments wichtiger oder genauso wichtig wie Rendite oder Risiko sind, werden damit kaum zufrieden sein. Aber auch sie können mit dem quantitativen Ansatz weiterkommen. Sie können z.B. alle ESG-Elemente berücksichtigen, die keine signifikant negative Auswirkung auf Rendite oder Risiko von Kapitalanlagen haben. Dabei wird man jedoch auf wesentlich mehr Faktoren kommen, als die in Söhnholz (2014) identifizierten knapp 10 von 150 Faktoren. Damit stellt sich wieder die Frage der Aggregation, die individuell stark variieren kann.

In keinem der beiden Ansätze kommt es zu einem Widerspruch mit den wichtigsten Anlegerzielen Renditeerzielung und Risikoreduktion. Kapitalanleger und Asset Manager sollten ESG-Faktoren daher berücksichtigen.

---

[112] Z.B. Dennis Meadows am 18.9.2014 auf einem Responsible Investment Seminar des Uhlenbruch Verlages

[113] s. Söhnholz, D.; Einsatz von ESG-Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014, S. 58-63; Deutsche Bank Climate Change Advisors, Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance, Juni 2012

[114] Dabei geht es um quantitative Ziele und z.B. Reputationsverluste durch schlechte ESG-Investments werden nicht berücksichtigt

Governance ist der wichtigste ESG Rendite- bzw. Risikofaktor (8-2014)

Responsible (auch ESG für Environment, Social und Governance) Investing ist in Deutschland besonders bei Privatkunden noch wenig verbreitet. Andererseits sind Deutsche führend bei ökologischen Themen wie Recycling, Nutzung von Solar- und Windenergie und Geothermie und „Grüne“ haben in Deutschland seit langem eine hohe Bedeutung.

Der Grund für die geringe Akzeptanz von „verantwortungsvollen“ Kapitalanlagen scheint die Annahme zu sein, dass man mit „Responsible“ Investments nur geringe Renditen erwirtschaften kann oder hohe Verlustrisiken eingeht. In der Tat sprechen Skandale wie Prokon aber auch hohe Verluste mit Aktien seriöser Solarspezialisten für diese These. Auch in der Finanzkrise 2008 haben viele ökologisch als besonders gut geltenden Aktien überdurchschnittliche Kursverluste verzeichnet.

Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen aber differenziertere Ergebnisse. Vereinfacht zusammengefasst haben Aktien mit besonders guten ESG-Ratings keine nennenswert anderen Renditen oder Risiken als durchschnittliche Aktien.

Im Detail zeigt sich, dass besonders ökologisch gute Aktien in der Vergangenheit oft wirklich nicht besonders attraktiv gewesen sind. Investments in als besonders gut im sozialen Bereich eingeschätzte Unternehmen kosten zumindest kaum Rendite. Nur die Aktien von Unternehmen mit schlechter Unternehmensführung (Governance) haben in der Finanzkrise 2008 besonders hohe Verluste eingebracht. Das spricht dafür, dass Anleger Aktien mit guter Governance aber auch solche mit guten sozialen Ratings anderen Aktien vorziehen sollten. Aktienselektion nach ökologischen Kriterien muss allerdings kritisch hinterfragt werden. Aber vielleicht ist ja die ökologisch bessere Aktie in der Zukunft auch die mit dem geringeren Risiko. Die Reputationsrisiken für Investoren sollten jedenfalls geringer sein, wenn man solche Aktien ins Portfolio nimmt.

Es gibt noch viel zu tun in Bezug auf verantwortungsvolle Anlagen (9-2014)

Wissenschaftler suchen typischerweise nach „guten“ ESG (Environment, Social, Governance) Faktoren[115]. Gute Faktoren sind solche, die Emittenten von Produkten bzw. Wertpapieren bzw. solche Produkte direkt verbessern. Verbessern bedeutet dabei die Renditen für Anleger steigern oder die Risiken für sie senken.

Ich meine, dass ein anderer Ansatz mehr verspricht. Da ESG-Faktoren als generell „gute“ Faktoren gelten, sollten alle solche Faktoren für Unternehmens- und Staatsanalysen berücksichtigt werden, die Unternehmen bzw. Staaten nicht schaden. Man braucht also nur solche Faktoren explizit zu berücksichtigen, die eindeutig und spürbar negativ für Anleger sind.

[115] Siehe z.B. Principles for Responsible Investment (PRI) Academic Network Conference, Toronto 2014

Wenn die Berücksichtigung von ESG-Kriterien nicht freiwillig erfolgt, kann man mehr Regulierung fordern. Man könnte zum Beispiel verlangen, dass alle Investoren aus Fürsorge so handeln müssen. Sie müssen also zunächst wissen, welche ESG-Faktoren sich wie auswirken („Need to know"). Wenn nicht-negative ESG-Faktoren nicht berücksichtigt werden, müsste erklärt werden, warum das nicht gemacht wird (sogenannter „Comply or explain" Ansatz).

Teilnehmer der genannten Konferenz von 2014 haben vor allem die mangelnde Verfügbarkeit von ESG-Daten bemängelt. Doch die ist gar nicht so schlecht[116]. Wir konnten bereits 2014 bis zu 148 ESG-Daten für über 2200 Unternehmen nutzen, die ab 2009 erhoben wurden. Inzwischen haben ESG-Datenspezialisten weitere ESG-Daten aus den Jahren vor 2009 so aufbereitet, dass man sie quantitativ nutzen kann.

Für die Umsetzung von ESG-Portfolios gibt es mehrere Wege: Ausschluss von schlechten ESG-Investments (Exklusion), Fokus auf die jeweils besten ESG-Investments pro Branche, Land etc. (Best-in Class), Integration von ESG-Faktoren in die Finanzanalyse (Integration oder Inklusion) und Engagement. Exklusion und Best-in Class Ansätze, die bisher dominierend waren, scheinen vor allem zugunsten von Engagement und Inklusion an relativer Bedeutung zu verlieren.

Auf der oben genannten Konferenz wurde auch immer wieder gesagt, dass man ein „Bridging the Gap" zwischen Wissenschaft und Praxis erreichen müsse. In Bezug auf den Punkt ist Veritas Investment als einer der wenigen konsequenten deutschen ESG-Portfolio-Anbieter recht weit. 2013 wurde dazu ein Projekt mit der Universität Leipzig gestartet, die mit von Veritas zur Verfügung gestellten ESG-Daten, Veritas und eigene ESG-Hypothesen testet. Und Veritas Investment managt seit 2013 ungefähr die Hälfte des Anlagevolumens mit einem quantitativen ESG-Inklusions-Ansatz.

PUREESG IST BESSER ALS ALS SMARTESG (8-2018)

Verantwortungsvolle ESG (= Environment, Social, Governance) Kapitalanlagen sind im Aufwind. Das gilt auch für sogenannte Smart Beta[117] Investments. Neuerdings werden auch SmartESG Anlagen angeboten. Dabei besteht das Risiko der Überquantifizierung bzw. des Data Mining[118]. PureESG halte ich für attraktiver.

Beta

Der Beta-Faktor gibt die Beziehung zwischen der Kursentwicklung einer Aktie und einem Index an und zeigt die Sensitivität des Aktienkurses in Bezug auf die Veränderung des Indexstands. Ein Beta-Faktor größer als 1 bedeutet, dass die Aktie stärker schwankt als der Index und ein Beta-Faktor kleiner 1 bedeutet, dass die Aktie im Verhältnis zum Index weniger stark schwankt (siehe FAZ net Börsenlexikon, Stand Dezember 2017).

---

[116] s. Söhnholz, D.; Einsatz von ESG-Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014, S. 58-63

[117] http://prof-soehnholz.com/grenzen-von-smart-beta-investment-philosophie/

[118] http://prof-soehnholz.com/no-data-und-small-data-verschlechtern-die-anlageperformance/

Smart-Beta

Indexfonds, die Finanzindizes folgen, werden auch als „Beta-Produkte“ bezeichnet. Smart-Beta bzw. Faktorprodukte sollen intelligenter bzw. besser als diese Betaprodukte sein. Allerdings ist fraglich, ob das auch gelingen kann.

Es ist inzwischen wissenschaftlich ziemlich eindeutig und auch allgemein bekannt, dass sogenannte aktive Portfoliomanager auf Dauer meist schlechter abschneiden als passive Finanzindizes. Wenn es funktionierende Smart-Beta Ansätze gäbe, hätten aktive Portfoliomanager solche einfachen Ansätze schon längst finden und umsetzen müssen. Es erscheint daher sehr unwahrscheinlich, dass Smart Beta Ansätze Indizes outperformen können.

Beta Faktoren

Sogenannte Smart-Beta Produkte funktionieren typischerweise so, dass mindestens ein Faktor[119] vom Produktanbieter als besonders attraktiv angesehen wird, zum Beispiel „Small Caps“ (auch als Small-Cap Faktor bezeichnet). Dabei wird angenommen, dass niedrig kapitalisierte Unternehmen, also typischerweise kleinere Unternehmen, besser performen als höher kapitalisierte Unternehmen. Ein Small Cap Smart Beta bzw. Faktorprodukt zeichnet sich dadurch aus, dass entweder die Aktienselektion und/oder die Aktiengewichtung im Portfolio vom klassischen kapitalgewichteten Index abweicht. Das heißt, dass die Titel im Small Cap Beta Produkt hoch kapitalisierte Unternehmen ausschließen oder geringer gewichten als im klassischen (kapitalgewichteten) Index.

Die früher wohl am häufigsten genutzten Faktoren neben dem Small Cap Faktor waren „Value“ und „Momentum“ (siehe Fama French 3 Faktormodell). Fama und French propagieren inzwischen ein 5 Faktorenmodell. Andere Autoren/Anbieter haben angeblich andere Outperformancefaktoren entdeckt, so dass Kritiker heute schon von einem Faktorzoo sprechen (siehe z.B. hier[120]).

SmartESG

Inzwischen gibt es Produktanbieter, die ESG als Outperformancefaktor ansehen. Sie bezeichnen ihren Ansatz teilweise als SmartESG. Eine gute Meta-Analyse[121] zeigt, dass es relativ viele Studien gibt, die auf eine ESG Outperformance hindeuten. Aufgrund der allgemeinen Smart-Beta Probleme bin ich aber auch in Bezug auf eine mögliche Outperformance von SmartESG skeptisch.

Smart-Beta Probleme

1. In der Vergangenheit gab es zwar lange Perioden von „Outperformance“ von Small gegenüber Large Caps aber auch mehrere und auch längere Perioden von

[119] http://prof-soehnholz.com/faktorinvestments-alles-andere-als-passiv/
[120] http://www.morningstar.ch/ch/news/166713/willkommen-im-faktor-zoo!.aspx
[121] http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-kann-einfach-guenstig-und-gut-sein/

Underperformance und das gilt wohl auch alle anderen angeblichen Outperformancefaktoren.

2. Viele Studien, die Outperformance zeigen, nutzen Leerverkäufe (z.B. Value-Faktor „short“ und Growth-Faktor „long“) und Kreditaufnahmen und/oder vernachlässigen Umsetzungskosten.

3. Viele sogenannte Smart-Beta Rückrechnungen schneiden besser ab als klassische Indizes. Klassische kapitalgewichtete Indizes werden oft aber auch durch ganz einfache gleichgewichtete Indizes geschlagen. Wenn sogenannte Smart-Beta Produkte mit gleichgewichteten Indizes verglichen würden, würden auch viele Rückrechnungen vermutlich keine Outperformance zeigen.

4. Es ist extrem schwierig, verlässliche Prognosen für klassische Aktienindizes zu machen und für Faktor- oder Smart-Beta Indizes ist das wahrscheinlich noch schwieriger. Gute multiple Faktorprognosen (s.a Multi-Faktor Modelle bzw. Produkte) sind entsprechend noch schwerer zu machen.

5. Die Echtperformances von Smart-Beta Produkten sind oft schlechter als die Rückrechnungen.

6. Faktorperformances sind oft nicht unabhängig voneinander. Je mehr Faktoren genutzt werden, desto eher ist zu erwarten, dass die Portfoliorendite ähnlich der allgemeinen Marktrendite ist.

Smart-Beta anders verstanden und umgesetzt

Obwohl mir die Internetdomains www.smart-beta.de und www.smartbeta.de sowie www.smart-esg.com und www.smart-esg.de gehören, biete ich aktiv keine entsprechenden Portfolios mit diesen Bezeichnungen an. Im Gegenteil: Diversifikator ist der der einzige mir bekannte Anbieter, dessen Multi-Asset Portfolios kapitalgewichtet sind, denn sie richten sich nach den aggregierten Kapitalanlagen aller Anleger weltweit (s. Weltmarktportfolios[122]).

Wir entwickeln allerdings auch nicht-kapitalgewichtete Portfolios. So wird das Equity Income[123] (DW) ETF-Portfolio bewusst aus ETFs gebildet, die nicht kapitalgewichtet sind. Das kann als Smart Beta Portfolio bezeichnet werden. Außerdem sind alle unsere Einzelaktienportfolios grundsätzlich gleichgewichtet und „most passive“. Da es sich dabei um eine systematische Abweichungen von der klassischen Kapitalgewichtung handelt, könnten auch diese Portfolios als Smart Beta Portfolios angesehen werden. Wir streben jedoch nicht unbedingt eine aktive Outperformance von kapitalgewichteten Indizes an. Daher nutzen wir „Smart Beta“ bzw. SmartESG nicht für das Marketing.

PureESG ist smart

[122] http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/
[123] http://prof-soehnholz.com/879-2/

Pseudo-optimierte Rückrechnungen die zeigen, dass ESG-Portfolios traditionelle Portfolios outperformen, sind relativ einfach zu erzeugen. Ich bin jedoch nicht davon überzeugt, dass die Echtperformance solcher Portfolios nachhaltig zu Outperformance führt.

In Bezug auf ESG reicht es meines Erachtens schon, wenn man mit „verantwortungsvollen" Anlagen die gleiche Performance[124] erreicht wie mit traditionellen Anlagen. In dem Fall spricht alles für eine verantwortungsvolle Anlage.

Ideal ist es daher, wenn man bei der Portfoliobildung auf möglichst viele der Pseudo-Optimierungsfaktoren verzichten kann und mit ausschließlich nach strengen ESG-Kriterien gebildeten PureESG Portfolios die gleiche Performance wie mit traditionellen Investments erreichen würde. Die bisherigen Performances der ESG-Portfolios von Diversifikator zeigen, dass das funktionieren kann. So ist PureESG sehr smart.

Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios brauchen keine Outperformance. ESG ETF-Portfolio mit sehr guter Performance. (1-2017)

Es gibt nur wenige deutsche Portfoliomanager, die ESG-Faktoren (Environment (E), Social (S) und Governance (G)) berücksichtigen. Angeblich schränkt die Nutzung von ESG-Kriterien das Anlageuniversum zu stark ein. Außerdem sei mit ESG Faktoren, anders als mit anderen „Faktoren" wie „Low Volatility", keine Outperformance zu generieren. Und quantitativ orientierte Manager kritisieren, dass es keine guten ESG-Zeitreihen für quantitative Analysen gäbe. Aber das ist überwiegend falsch.

Seit mehr als 15 Jahren gibt es gute ESG Daten. Aktuelles Research zeigt, dass ESG- bzw. SRI- Anlagen meist weder niedrigere Renditen noch höhere Risiken bringen als klassische Investments (siehe z.B. Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31). In einigen Fällen sind die Renditen von verantwortungsvollen Anlagen sogar höher bzw. die Risiken geringer als die von traditionellen Anlagen.

Warum sollte man traditionell anlegen, wenn man nach ESG Kriterien anlegen kann, ohne Rendite- oder Risikonachteile zu haben? Wahrscheinlich ist das noch nicht bekannt genug. Wenige ESG-Anbieter bedeutet ja auch wenig ESG-Werbung. Es ist daher nicht verwunderlich, dass deutsche Privatkunden bisher nur sehr selten aktiv nach verantwortungsvollen Anlagen fragen. Bei institutionellen Anlegern ist das schon anders. Nach strengen treuhänderischen Kriterien, die für zunehmend mehr institutionelle Anleger gelten, ist die Nutzung von ESG Kriterien sogar verpflichtend.

Es gibt aber auch durchaus nachvollziehbare Gründe, warum es noch nicht mehr ESG Portfolios in Deutschland gibt. So gibt es keinen Konsens darüber, welche ESG Methode genutzt werden sollte.

[124] http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/

So kann man z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen. Für fast alle Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern jedoch auch Gegner finden: Braucht man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus? Sollen Waffenhersteller ausgeschlossen werden oder braucht man Waffen zur Verteidigung? Sind genetisch veränderte Organismen grundsätzlich schlecht oder können sie zum Beispiel dabei helfen, Hunger zu reduzieren? Sollen Tierversuche verboten werden oder sind sie wichtig für den medizinischen Fortschritt? Sollen Lotterien und Glückspielanbieter legal sein, weil sie viele Steuereinnahmen bringen? Sollen Kirchen gegen Alkohol im Portfolio sein, obwohl ihnen Weingüter und Bierbrauereien gehören? Soll Tabakkonsum aus steuerlichen Gründen oder weil eine frühe Sterblichkeit die Gesundheitskosten senkt, zugelassen werden? Einige (andere) Drogen sind z.B. in den Niederlanden und neuerdings auch in den USA aus nachvollziehbaren Gründen legal. Sollen die ausgeschlossen werden? Und muss man fossile Energien ausschließen, weil sie dem Klima schaden? Andererseits werden sehr viele Unternehmen und Privatpersonen noch lange auf fossile Energien angewiesen sein.

Neben Ausschlüssen werden auch relative ESG-Einschätzungen miteinander verglichen, so dass z.B. nur die besten Wertpapiere nach einem ESG-Rating ins Portfolio kommen. ESG Datenanbieter erfassen teilweise weit über einhundert ESG-Kriterien pro Wertpapier. Da ist es kein Wunder, dass unterschiedliche Analysten bzw. Anbieter zu unterschiedlichen ESG-Ratings für dasselbe Wertpapier kommen. Außerdem kann man auch bei Wertpapieren mit relativ guten ESG-Ratings noch viele ESG-Unzulänglichkeiten finden, weil schlechte Einzelscores oft durch gute andere Scores kompensiert werden können.

Als weiteren Ansatz kann man daher den des Engagements wählen. Dabei wird versucht, aktiv auf Unternehmen einzuwirken, ihre ESG-Position zu verbessern. Das macht Sinn, weil man so aktiv zur ESG-Verbesserung beitragen kann. Andererseits kann man Wertpapiere mit schlechten Scores auch solange ausschließen, bis sie für den Anleger akzeptabel werden. „Engagement“ wird oft von Großanlegern genutzt, die ihr mögliches Anlageuniversum nicht zu sehr durch Ausschlüsse und hohe Ansprüche an ESG-Ratings reduzieren wollen.

Die Tatsache, dass ESG-Ansätze sich voneinander unterscheiden können, sollte man nicht als Argument zum Nichtstun verwenden. Unternehmens- bzw. wertpapierspezifische ESG-Daten werden seit mehr als 15 Jahren systematisch erhoben. Allerdings sind die ESG-Daten oft teuer und selten einfach auszuwerten. Gerade Anleger mit relativ geringen Ressourcen bzw. Anlagevolumina können daher kaum eigene Analysen durchführen, sondern müssen ein bestehendes ESG-Produkt kaufen.

Schon mit sehr kleinen Anlagesummen kann man heute relativ günstige ESG-ETFs erwerben. Allerdings werden in Deutschland bisher erst sehr wenige ESG Aktien-ETFs und nur sehr vereinzelt auch ESG-ETFs aus Unternehmensanleihen angeboten. Meine Firma Diversifikator hat daraus ein „most-passive“ Aktien/Anleiheportfolio gebildet. Unseres Wissens ist es das erste ESG ETF-Portfolio. Das Portfolio nutzt durchgängig einen Ansatz, der auf ESG Kriterien von MSCI beruht.

Dieses ESG ETF-Portfolio hätte in der Rückrechnung von 2008 bis Ende 2015 eine etwas geringere Rendite gebracht als ein vergleichbares traditionelles ETF Portfolio (Details siehe Dokument „Diversifikator Backtests“ auf http://www.diversifikator.com). Es hätte aber auch

etwas geringer Schwankungen gezeigt und so insgesamt sogar eine etwas bessere Relation von Rendite zu Risiko (Sharpe Ratio) gehabt. Das Portfolio wurde Ende 2016 implementiert. In 2016 hat das Portfolio eine hervorragende Rendite von über 11% bei relativ geringen Schwankungen erreicht. Nur sehr wenige Misch- bzw. Multi-Assetfonds waren besser.

NEUES PASSIVES DEUTSCHE AKTIEN ESG PORTFOLIO: FOKUS AUF GUTE UNTERNEHMENSFÜHRUNG (2-2017)

„Verantwortungsvolle (ESG)-Portfolios brauchen keine Outperformance“ hieß mein letzter Beitrag. Denn wenn man mit ESG-Anlagen[125] eine vergleichbare Performance wie mit traditionellen Investments erreichen kann, sollte man konsequent nach ESG Kriterien anlegen. Von einigen Marktteilnehmern wird aber bezweifelt, dass vergleichbare Ergebnisse möglich sind.

Zu wenig Auswahl als Hauptkritik

Hauptargument der Kritiker ist ein angeblich zu kleines Universum von Anlagen mit guten ESG-Bewertungen. Auf anderslautende Researchergebnisse hatte ich schon hingewiesen (siehe Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31). Besonders interessant ist, dass alleine schon das Vorhandensein von ESG-Beurteilungen vorteilhaft zu sein scheint (siehe Auer, Benjamin: "Do socially responsible investment policies add or destroy European stock portfolio value?", Journal of Business Ethics, 135 (2), 2016, 381-397).

Erstes konsequentes deutsche Aktien ESG-Portfolio

Trotzdem gibt es meines Wissens bisher kein konsequent nach E, S und G Kriterien selektiertes und öffentlich angebotenes Portfolio aus deutschen Aktien. Es gibt nur einige Publikumsfonds, die überwiegend ökologische Kriterien nutzen und teilweise auch soziale. Meines Erachtens ist jedoch eine gute Unternehmensführungs- bzw. „Governance“ besonders wichtig, um eine gute Performance zu erreichen (siehe Söhnholz, Dirk (2014): Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6, 58-63).

"Most passive" Ansatz

Wir haben daher zunächst klare Regeln für die Selektion deutscher Aktien nach ESG-Kriterien aufgestellt. Erst danach wurde analysiert, wie ein solches passives Portfolio in der Vergangenheit performt hätte.

Die Aktien wurden konsequent nach ESG-Kriterien selektiert. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist daher nicht nur ein Zusatzkriterium, wie bei anderen Portfolios. In

[125] ESG steht für „Environmental, Social and Governance“ also ökologische, soziale und Unternehmensführungskriterien

solchen Portfolios können Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil diese durch gute "nicht-ESG"-Kriterien überkompensiert werden.

Wir halten Portfolios mit 15 Aktien als grundsätzlich ausreichend für eine Diversifikation. Daher haben wir die Bandbreite für ein Zielportfolio auf mindestens 15 und maximal 30 Wertpapiere festgelegt.

Als deutsche Aktien definieren wir alle Stammaktien mit Haupt-Börsennotiz (Primary Listing) in Deutschland von Unternehmen mit Hauptsitz in Deutschland. ESG ist in Deutschland bisher vor allem für institutionelle Anleger ein Thema. Für solche meist größeren Anleger ist eine gewisse Mindestliquidität von Aktien wichtig, damit die Aktien bei Bedarf schnell wieder verkauft werden können. Wir berücksichtigen daher nur Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung über 20 Millionen Euro mit über 10 Millionen Euro Free Float, d.h. frei gehandelten Aktien, und einem Handelsumfang von mindestens 2000 Stück in jeweils zwei Tagen. Das waren in den letzten Jahren ungefähr 150 bis 200 deutsche Aktien.

Außerdem muss je ein E, S und G Rating für die jeweilige Aktie vorliegen. Das trifft in den letzten Jahren auf mehr als 70 Unternehmen aus dieser Liste zu[126].

Umfassende Ausschlußkriterien

Unsere zweite Selektionsstufe ist die Nutzung anerkannter Ausschlußkriterien. Anerkannte Ausschlüsse umfassen Unternehmen mit Aktivitäten in Zusammenhang mit Alkohol, Tabak und anderen Drogen, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, genetisch veränderten Organismen und Tierversuchen. Aus Klimaschutzgründen werden auch Unternehmen mit Haupttätigkeit im Öl-, Gas- oder Kohle-Geschäft ausgeschlossen. Damit bleiben ungefähr 50 der 70 deutschen Unternehmen übrig.

Best in Class mit Governance Fokus

Dritte Stufe ist ein „Best-in-Class“ Ansatz: Dabei werden nur Wertpapiere berücksichtigt, die in Bezug auf Governance (G) zur besseren Hälfte der deutschen Aktien mit ESG-Rating gehören. Zusätzlich werden Wertpapiere mit den niedrigsten 10% der „E“ und der „S“ Rankings ausgeschlossen. Höhere Anforderungen würden zu einer zu starken Reduktion des Anlageuniversums führen.

Als einziges traditionelles Selektionskriterium für Wertpapiere haben wir uns für den Ausschluß von besonders riskanten Aktien entschieden. Daher werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben. Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens. Außerdem kann man generell feststellen, dass Aktien mit geringen Risiken nicht unbedingt weniger

[126] Wir nutzen Daten von Asset4/Thomson Reuters. Wir nehmen an, dass andere ESG Datenanbieter auf ähnliche E, S und G Rankings/Scores kommen wie der von uns genutzte Datenanbieter.

Rendite bringen müssen als Aktien mit hohen Risiken (siehe Diskussion zu sogenannter "Low-Vola" bzw. "Low Beta" Anomalie).

Risikobegrenzung als weiteres Kriterium

Meistens wird das Aktienrisiko als Volatilität gemessen. Davon halten wir konzeptionell wenig. Hohe Verluste schmerzen Anleger meist mehr als hohe Volatilitäten, die auch bei steigenden Kursen auftreten können. Außerdem unterscheiden sich Wertpapierrangordnungen nach maximalen Verlusten oft kaum von volatilitätsabhängigen Rangordnungen, zumindest in Bezug auf die besten bzw. schlechtesten Werte[127]. Die Anwendung unsers Verlustkriteriums führt zum Beispiel dazu, dass 2017 einige Unternehmen aus dem 2016er Portfolio herausgefallen sind, so dass zu Ende 2016 nur noch 15 Aktien unsere Anforderungen erfüllen.

Die Aktien werden jeweils zu Jahresanfang gleich gewichtet um zu verhindern, dass einzelne Aktien im Laufe der Zeit ein zu hohes Gewicht am Portfolio erhalten. Außerdem haben sich Gleichgewichtungen in der Vergangenheit oft als attraktiv erwiesen.

Gute Performance und Diversifikation

Das so gebildete passive und prognose- bzw. sogar optimierungsfreie Portfolio ergibt in der analysierten Periode (2008-2016) eine bessere Performance als der DAX bei relativ geringer Abhängigkeit von den wichtigsten getesteten Faktoren.

Das 2017er Portfolio ist branchenmäßig gut diversifiziert. Es besteht aus zwei Grundstoffunternehmen, zwei klassischen Industrieunternehmen, zwei Konsumgüterproduzenten, zwei IT- bzw. Telekommunikationsunternehmen, zwei Logistikunternehmen, drei Versicherungen, einer Bank und der Deutschen Börse:

Aareal Bank AG, Bank
Allianz SE, Versicherung
Beiersdorf AG, Basiskonsumgüter
Brenntag AG, Industrie
Continental AG, Nicht-Basis-Konsumgüter
Deutsche Börse AG, Finanzdienstleistung
Deutsche Post AG, Logistik
Deutsche Telekom AG, Telekommunikation
Fraport AG Frankfurt Airport Services, Logistik
Hannover Rück SE, Versicherung
Heidelbergcement AG, Grundstoffe
Infineon Technologies AG, Technologie
Linde AG, Grundstoffe
Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG, Versicherung
Osram Licht AG, Industrie

[127] Siehe dazu aktuelles Research von Schuhmacher/Auer von der Universität Leipzig, z.B. Auer, B.: "Extreme value theory, asset ranking and threshold choice: A practical note on VaR estimation", Journal of Risk, 18 (1), 2015, 27-44.

Sehr hohe Transparenz

Das Portfolio kann auf www.diversifikator.com verfolgt werden. Es ist aktuell der höchsten SRRI-Risikoklasse 7 zuzuordnen. Durch die Beimischung mit „Cash“ oder Anleihen können niedrigere Risikoklassen erreichen. Selbst bei der vorgesehenen nur einmaligen Adjustierung pro Jahr sollten aufgrund von Tradingkosten bzw. teilweise hohen Einzelaktienwerten mindestens 60.000 Euro angelegt werden.

Die laufenden Kosten reichen von 0,25% pro Jahr für institutionelle Anleger bis zu 1% p.a. für Privatanleger plus Implementierungskosten. Es ist geplant, die Portfolios über Berater und Vermögensverwalter bzw. Banken anzubieten. Institutionellen Anlegern wie zum Beispiel Stiftungen werden zudem Services wie zusätzliches Risikomanagement und Maßschneiderungsmöglichkeiten angeboten.

Die ersten "live" Erfahrungen mit dem Portfolio sind sehr positiv.

Fazit: Es ist sehr wohl möglich, sehr attraktive ESG-Portfolios aus deutschen Aktien zu entwickeln.

EIN KONSEQUENTES ESG-PORTFOLIO AUS WELTWEITEN KERN-INFRASTRUKTURAKTIEN KANN SEHR ATTRAKTIV SEIN (2-2017)

Infrastrukturanlagen gelten besonders bei institutionellen Investoren seit einigen Jahren als sehr attraktiv. Das weltweite Bevölkerungswachstum, ein hoher Erneuerungsbedarf für bestehende Infrastruktur und hohe Staatsschulden erfordern hohe private Investments und versprechen attraktive Anlagechancen.

Für die meisten Anleger ist aber eine direkte Beteiligung an Flughäfen, Glasfasernetzen und Stromtrassen unmöglich. Dafür sind zu hohe Anlagesummen erforderlich bzw. die Liquidität ist zu gering. Außerdem sind die Risiken solcher Anlagen durch lange Investmenthorizonte ziemlich hoch. Das gilt vor allem für Anlagen in Ländern mit unzureichender langfristiger Rechtssicherheit. Selbst für Anlagen in professionell gemanagte geschlossene Infrastrukturfonds oder -Dachfonds sind meist mehrere Millionen Euro Mindestinvestment erforderlich und es ist nicht einfach, gute Fonds zu identifizieren. Außerdem fallen für Anlagen in solche Fonds oft hohe Kosten an.

Infrastrukturaktien sind eine interessante Alternative. Allerdings kauft man sich neben dem spezifischen Unternehmens- und Managementrisiko damit zumindest teilweise auch das allgemeine Aktienmarktrisiko ein.

Durch den Kauf mehrerer Aktien kann man aber einfach ein global diversifiziertes und liquides Portfolio aufbauen. Es gibt jedoch nur relativ wenige Infrastrukturaktienfonds. Wenn man dann dazu noch ein Portfolio aus „verantwortungsvollen“ Aktien haben möchte, fand man bisher kein einziges Angebot.

Ich sehe verantwortungsvolle Anlagen, bei denen nur Aktien mit akzeptablen ESG (Environment, Social und Governance) Charakteristika ins Portfolio kommen, als besonders attraktiv an. Daher haben wir ein ESG-konformes Infrastrukturaktienportfolio entwickelt.

Dabei werden nur Aktien der Kategorie „Basic“ bzw. „Core“ Infrastruktur genutzt. Das sind Unternehmen, die vor allem auf sogenannte „Netze und Knoten“ fokussieren, die meist keine direkte Konkurrenz haben. Damit sind vor allem Straßen, Schienen, Wasser-, Energie- und teilweise auch Datentransportwege wie Funktürme und Satellitennetze aber auch Häfen und Flughäfen gemeint.

Anders als bei weiter gefassten Infrastrukturdefinitionen schließen wir Unternehmen mit Schwerpunkt auf Energieproduktion (diese werden international meist als „Utilities“ bezeichnet) und auch solche mit Schwerpunkt Sozialinfrastruktur aus dem Portfolio aus. Beiden fehlen oft die monopolartigen Charakteristika von "Netzen und Knoten" und für Sozialinfrastruktur wie Krankenhäuser und Altersheime sind außerdem sehr viel geringere Investments nötig, was sie stärker wettbewerbsabhängig macht.

Hinzu kommt, dass einige institutionelle Anleger ungern Sozialinvestments tätigen. Die Anleger wollen nicht in Zusammenhang mit möglichen Krisen oder Skandalen gebracht werden, die Menschen in solchen Sozialeinrichtungen betreffen können. Aus Klimaschutz ESG-Gründen schließen wir zusätzlich auch Kern-Infrastruktur-Unternehmen mit Fokus auf Öl- und Gas-Pipelines aus.

Das weitere Vorgehen ist identisch mit dem Vorgehen für andere ESG-Portfolios von Diversifikator: Die Titel werden konsequent nach ESG-Kriterien selektiert. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist daher nicht nur ein Zusatzkriterium wie bei anderen Portfolios, die ESG-Kriterien nutzen. In solchen Portfolios können durchaus Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil das durch besseres Abschneiden bei anderen Kriterien kompensiert wird.

Auf Basis eines möglichst großen Universums von Aktien mit externen und damit einfach nachprüfbaren ESG-Scores (wir nutzen Daten von Asset4/Thomson Reuters) wird der folgende regelbasierte und optimierungsfreie Selektionsprozess genutzt:

Stufe 1 dient der Operationalisierung des Selektionsuniversums. Die Portfolios sollen sowohl für Anleger mit relativ geringen Anlagesummen als auch für institutionelle Anleger geeignet sein. Somit werden die nach Marktkapitalisierung kleinsten und die illiquidesten Aktien, solche mit geringem Streubesitz aber auch Aktien mit sehr hohen Kursen pro Einzelaktie (ein bekanntes Nicht-Infrastruktur Extrem ist die Berkshire Hathaway mit über 200.000 USD) ausgeschlossen. Weiterhin muss jeweils ein E, S und G Score bzw. Rating für die Aktien vorliegen.

Stufe 2 umfasst die Nutzung anerkannter ESG-„Ausschlußkriterien“. Das bedeutet, daß alle Unternehmen mit Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, Genetisch veränderten Organismen (GMO) und Tierversuchen ausgeschlossen werden. Das gilt auch für Unternehmen, deren Haupttätigkeit das Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft ist.

Stufe 3 ist ein sogenannter „Best-in-Class“ Ansatz: Zugelassen werden nur Wertpapiere, die in Bezug auf Governance (G) mindestens zu den Top 50% des Anlagesegmentes gehören, denn gute Unternehmensführung bzw. Governance ist unseres Erachtens der wichtigste ESG Faktor. Außerdem werden Wertpapiere mit den niedrigsten 10% der E und S Scores ausgeschlossen.

Erst Stufe 4 ist eine klassisch „ökonomische“: Es werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% der Aktien im Selektions-Universum mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben. Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens und außerdem haben sich Aktien mit niedrigem Risiko in der Vergangenheit als besonders attraktiv erweisen.

In Stufe 5 werden Unternehmen aus weniger entwickelten Ländern ausgeschlossen. Der Hauptgrund dafür ist die oft mangelhafte langfristige Rechtssicherheit. Hinzu kommt, daß die Risiken von Kinderarbeit und ähnlichen nicht erwünschten Arbeitsbedingungen höher sind.

Da es sich bei Kern-Infrastrukturaktien um ein relativ kleines Universum in Bezug auf die Anzahl börsennotierter Aktien handelt, erfolgt eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere pro Segment. Es sollen aber immer mindestens 15 Titel in einem Portfolio enthalten sein, um eine gewisse Mindestdiversifikation zu erreichen.

Nach den Ausschlusskriterien der Stufen 1 und 2 gab es weltweit 37 (2007) bis 93 (2016) liquide Titel mit ESG Rating. Zum offiziellen Portfoliostart Anfang 2017 kommt nach allen fünf Selektionsstufen ein Portfolio mit 28 Aktien zustande. Das Start-Portfolio enthält 2 Flughafenbetreiber, 4 Eisen- bzw. U-Bahnbetreiber und 3 Autobahnbetreiber und 3 Hafenbetreiber. Hinzu kommen 5 Spezialisten für Wasserwerke und -Netze, 6 Spezialisten für erneuerbare bzw. Elektroenergie, 3 Betreiber von Telekommunikationsnetzwerken und 2 Infrastruktur-Generalisten. Die Unternehmen sind relativ breit über mehrere Länder verteilt. Mit 8 Aktien am stärksten vertreten sind in Hongkong börsennotierte Unternehmen, die überwiegend in China aktiv sind.

Die Aktien werden zu Jahresanfang gleichgewichtet und zum nächsten Jahresbeginn wieder auf Gleichgewicht rebalanziert.

In der einfachen Rückrechnung auf Basis dieser Regeln zeigen sich sehr attraktive Rendite- und Risikocharakteristika. Vereinfacht zusammengefasst ergibt sich seit Anfang 2008 eine etwas niedrigere Rendite bei erheblich geringeren Risiken im Vergleich zu einem sehr breit gestreuten MSCI World All Countries ETF. Auch in den ersten Wochen seit dem Start hat sich das Portfolio sehr gut weiterentwickelt.

Alle Regeln, Portfoliobestandteile und Renditen sind transparent dokumentiert[128].

[128] Eine detaillierte Beschreibung und Begründung des Vorgehens findet sich in dem Dokument "Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios: Konzept und Rückrechnungen im "Archiv" auf www.diversifikator.com.

ERSTES KONSEQUENT VERANTWORTUNGSVOLLES ESG-PORTFOLIO AUS IMMOBILIENAKTIEN (2-2017)

Immobilieninvestments gelten als sehr attraktiv, Immobilienaktien bisher nicht: Das weltweite Bevölkerungswachstum, zunehmende Anforderungen an die Wohn-, Arbeits- und Freizeitqualität, ein hoher Erneuerungsbedarf für bestehende Immobilien durch technologischen Wandel und aus Klimaschutzgründen und vor allem niedrige Kreditzinsen sprechen weiterhin für Immobilienanlagen. Hinzukommen Engpässe bei den Flächen, die bebaut werden dürfen.

Immobilien gelten als Sachwerte und daher als gute Absicherung in Finanzkrisen, obwohl die letzte große Kapitalmarktkrise in 2008 durch das Platzen der US-Immobilienblase ausgelöst wurde.

Aus Sicht institutioneller Kapitalanleger haben Immobilieninvestments zusätzlich den Vorteil, dass Immobilien selten bewertet werden und sich die Bewertungen zudem oft an denen der Vorperioden orientieren. Dadurch weisen Immobilienwerte typischerweise sehr geringe Schwankungen auf.

Weltweit sind ca. 10 bis 20 Prozent des aggregierten Anlegerkapitals in Immobilien investiert[129]. Es ist unklar, ob Immobilien als Anlagesegment aktuell überbewertet sind. Wenn man den einfachen Trendfolgesignalen von Diversifikator folgt, könnte das Anfang 2017 für europäische Immobilien(aktien)märkte der Fall sein[130].

Eines der manchmal übersehenen Risiken ist die Konzentration von Immobilieninvestments einzelner Anleger, ein sogenanntes Klumpenrisiko. Für die meisten Anleger ist eine breite Diversifikation über direkte Immobilienbeteiligungen unmöglich. Wenn man in mehreren Ländern in Büro-, Industrie-, Wohn- und Freizeitimmobilien anlegen möchte, ist zu viel Kapital erforderlich.

Selbst für professionell gemanagte geschlossene internationale Immobilienfonds oder -Dachfonds sind meist mehrere Millionen Euro Mindestinvestment erforderlich und es ist nicht einfach, gute Fonds zu identifizieren. Außerdem fallen in solchen Fonds oft hohe Kosten an. Zudem sind die Risiken solcher Anlagen durch lange Investmenthorizonte ziemlich hoch. Das gilt vor allem für Investments in Ländern mit unzureichender Rechtssicherheit.

Hinzu kommt, dass mir kein Angebot bekannt ist, welches konsequent ökologische, soziale und Governance-Kriterien (ESG) bei der Investmentselektion berücksichtigt. Mir sind nur Fonds bekannt, die Wert auf energieeffiziente Gebäude legen.

---

[129] siehe „Diversifikator Asset Allokation und ETF-Selektion“ im Archiv auf www.diversifikator.com

[130] Diversifikator nutzt eine leicht modifizierte 200Tagelinie und wendet diese auf US- und europäische Immobilienaktien-ETFs an; siehe Dokument „Anlagekonzepte Diversifikator Weltmarktportfolio Basis Trend im „Archiv“ auf www.diversifikator.com

Immobilienaktien sind eine interessante aber bisher in Deutschland unbeliebte Alternative, die mittelfristig durchaus typische Immobilienanlagecharakteristika hat. Durch den Kauf mehrerer Aktien kann man einfach ein global diversifiziertes und liquides Portfolio aufbauen. Allerdings kauft man sich neben den spezifischen Unternehmens- und Managementrisiken damit zumindest teilweise auch das allgemeine Aktienmarktrisiko ("Aktienbeta") ein.

Ich sehe verantwortungsvolle Anlagen ("responsible investments"), bei denen nur Aktien mit akzeptablen ESG- (Environment, Social und Governance) Charakteristika ins Portfolio kommen, als besonders attraktiv an. Es gibt zwar einige Immobilienaktienfonds, aber wenn man ein Portfolio aus „verantwortungsvollen“ Aktien haben wollte, fand man bisher kein einziges Angebot.

Wir haben daher ein ESG-konformes Immobilienaktienportfolio entwickelt. In das Portfolio werden nur Immobilienaktien und Equity-REITs ohne Mortgage REITs und ohne als Investmentfonds angesehene REITs aufgenommen. REITs sind meist fondsähnliche Real Estate Investment Trust, die überwiegend Eigenkapital- (Equity REITs) oder Fremdkapitalanlagen (Mortgage REITs) an Immobiliengesellschaften halten. Da ein Portfolio aus Sachwerten erstellt werden soll, werden Mortgage REITs ausgeschlossen.

Weil REITs fondsähnlich Strukturen sind, können einige ausländische REITs von Finanzämtern als intransparente Auslandsfonds klassifiziert werden. Das würde zumindest bis zum Inkrafttreten der nächsten Investmentsteuerreform Anfang 2018 zu erheblichen steuerlichen Nachteilen führen. Daher kommen nur als „Ordinary Shares“ klassifizierte REITs in das Portfolio.

Auf der Ebene von REITs fallen typischerweise nur sehr wenige Steuern an. Dafür sind REITs verpflichtet, einen Großteil ihrer Gewinne auszuschütten. Das wirkt tendenziell risikoreduzierend. Außerdem gibt es Studien die zeigen, dass REITs, besonders durch diese Pflicht zu Ausschüttungen, typischerweise über eine gute Unternehmens-Governance verfügen. Unter anderem weil REITs sich einfach und in letzter Zeit auch sehr günstig refinanzieren können, gelten ihre Immobilienportfolios oft als besonders attraktiv.

Das Vorgehen bei der Portfoliobildung ist identisch mit dem Vorgehen für andere ESG-Aktienportfolios von Diversifikator: Alle Immobilienaktien werden konsequent nach ESG-Kriterien selektiert. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist daher nicht nur ein Zusatzkriterium wie bei anderen Portfolios, die ESG-Kriterien nutzen. In solchen Portfolios können durchaus Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil das durch besseres Abschneiden bei anderen Kriterien kompensiert wird.

Auf Basis eines möglichst großen Universums von Aktien mit externen und damit einfach nachprüfbaren ESG-Bewertungen[131], wird der folgende regelbasierte und optimierungsfreie Selektionsprozess genutzt:

Stufe 1 dient der Operationalisierung des Selektionsuniversums. Die Portfolios sollen sowohl für Anleger mit relativ geringen Anlagesummen als auch für institutionelle Anleger geeignet

[131] wir nutzen Daten von Asset4/Thomson Reuters

sein. Somit werden die nach Marktkapitalisierung kleinsten und die illiquidesten Aktien, solche mit geringem Streubesitz aber auch Aktien mit sehr hohen Kursen pro Einzelaktien[132] ausgeschlossen. Weiterhin muss jeweils ein E, S und G Score bzw. Rating für die Aktien vorliegen.

Stufe 2 umfasst die Nutzung anerkannter ESG-„Ausschlußkriterien". Das bedeutet, dass alle Unternehmen mit Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, genetisch veränderten Organismen (GMO) und Tierversuchen ausgeschlossen werden. Das gilt auch für Unternehmen, deren Haupttätigkeit das Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft ist.

Stufe 3 ist ein sogenannter „Best-in-Class" Ansatz: Zugelassen werden nur Wertpapiere, die in Bezug auf Governance (G) mindestens zu den Top 50% des Anlagesegmentes gehören, denn gute Unternehmensführung bzw. Governance ist unseres Erachtens der wichtigste ESG Faktor. Außerdem werden Wertpapiere mit den niedrigsten 10% der E und S Scores ausgeschlossen.

Erst Stufe 4 ist eine klassisch „ökonomische": Es werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% der Aktien im Selektions-Universum mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben. Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens und außerdem haben sich Aktien mit niedrigem Risiko in der Vergangenheit als besonders attraktiv erweisen.

In Stufe 5 werden Unternehmen aus weniger entwickelten Ländern ausgeschlossen. Der Hauptgrund dafür ist die oft mangelhafte langfristige Rechtssicherheit. Hinzu kommt, daß die Risiken von Kinderarbeit und ähnlichen nicht erwünschten Arbeitsbedingungen höher sind.

Da es sich bei Immobilienaktien und REITS um ein relativ kleines Universum in Bezug auf die Anzahl börsennotierter Aktien handelt, erfolgt eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere im Portfolio. Es sollen aber immer mindestens 15 Titel enthalten sein, um eine gewisse Mindestdiversifikation zu erreichen.

Weltweit gab es knapp über 300 (2008) bis fast 700 (2017 „investierbare" Immobilienaktien bzw. REITs. 58 (2007) bis 136 (2017) dieser Titel verfügen über die erforderlichen ESG-Ratings. Es werden nur wenige Titel von Einzeltitelbezogenen Ausschlusskriterien erfasst. Einige Wertpapiere, z.B. Unternehmen mit Hauptsitz in China und Thailand, fallen durch die Länderausschlüsse heraus.

Mit 40% der Aktien im Portfolio haben die USA den größten Anteil am Startportfolio. Das liegt aber noch unterhalb der US Allokation in den meisten globalen Immobilienaktienindizes. In Europa und Asien notierte Titel haben etwa gleichgroße Portfolioanteile. Es ist kein deutscher Titel im Portfolio vertreten. Die durchschnittlichen E, S und G Scores des Portfolios liegen in den Top 50% aller Unternehmen.

[132] ein bekanntes Nicht-Immobilien- Extrem ist die Berkshire Hathaway mit über 200.000 USD

Die Aktien werden zu Jahresanfang gleichgewichtet und zum nächsten Jahresbeginn wieder auf Gleichgewicht rebalanziert. Eine regelmäßige Portfolioanpassung ist auch deshalb nötig, weil Immobilienaktien und besonders REITs typischerweise attraktive Dividenden ausschütten, die wieder angelegt werden sollen. Ein jährliches Rebalancing hat sich bei vielen Portfolios bewährt (siehe dazu z.B. Abschnitt „Rebalanzierungen“ auf www.diversifikator.com).

In der einfachen Rückrechnung auf Basis dieser Regeln zeigen sich sehr attraktive Rendite- und Risikocharakteristika. Vereinfacht zusammengefasst ergibt sich seit Anfang 2008 trotz der Immobilienkrise in 2008 eine nennenswert höhere Rendite bei etwas höheren Risiken im Vergleich zu einem sehr breit gestreuten MSCI World All Countries ETF. In den letzten drei Jahren lag das Beta zu dem ETF bei 0,84. Das ist geringer als erwartet. In den ersten Wochen seit dem Start hat sich das Portfolio sehr gut entwickelt.

Alle Regeln, Portfoliobestandteile und Renditen sind transparent dokumentiert[133].

IMPACT+ESG: INNOVATIVES MISCHFONDSPROJEKT DER VON DER HEYDT BANK"(8-2019)

Impact+ESG: Ein Gastbeitrag von Sebastian Liebscher, Bankhaus von der Heydt, s.liebscher@1754.de

Vorbemerkung: Unter dem Arbeitstitel ESGplus hat das Bankhaus von der Heydt gemeinsam mit Diversifikator einen nachhaltigen Mischfonds entwickelt. Zielgruppe der ausschüttenden Variante sind vor allem Stiftungen und gemeinnützige Organisationen. Zusätzlich ist eine thesaurierende Variante für Privatkunden geplant.

Impact+ESG: Nachhaltigkeit konsequent zu Ende gedacht

Mit Impact-Investments sind Kapitalanlagen gemeint, die nicht nur einen ökonomischen, sondern auch einen positiven sozialen oder ökologischen Einfluss haben. Bisher werden vor allem einige soziale und ökologische Venture Capital Investments (Eigenkapital für Startups) sowie Projektfinanzierungen als Impact oder Mission Investments bezeichnet. Sie sind aber meist wenig diversifiziert und oft illiquide bzw. wenig liquide.

Aber es gibt bereits einige liquidere und stärker diversifizierte Impactfonds, wie z.B. Mikrofinanzfonds sowie – zumindest in den USA – erste Impact-ETFs (passive Fonds). Aber

[133] Eine detaillierte Beschreibung und Begründung des Vorgehens findet sich in dem Dokument "Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios: Konzept und Rückrechnungen im "Archiv" auf www.diversifikator.com.

auch solche Investments haben oft nur geringe ESG-Anforderungen (ESG steht für Environmental, Social und Governance Kriterien).

Im Gegensatz zum Impact Investing nutzen die meisten sogenannten ESG Angebote am Markt vor allem ökonomische Kriterien zur Aktienselektion. Zusätzlich werden wenige bzw. partielle Ausschlüsse, aggregierte ESG-Scores und sogenannte Best-In-Class Ansätze verwendet. Deshalb enthalten die entsprechenden Portfolios oft Bestandteile, die strengen Nachhaltigkeitskriterien nicht genügen.

Impact+ESG: ESG- und stiftungskonformes Impact-Investing

Impact-Mischfonds, die systematische und strenge ESG-Anforderungen stellen und die konsequent auf Ausschüttungen setzen, sind uns nicht bekannt.

Unser Ansatz soll diese Lücke schließen. Mit unserem geplanten Fonds gehen wir speziell auf Bedürfnisse von Stiftungen und n Organisationen ein.

Dabei werden nur diejenigen traditionellen börsennotierten Aktiengesellschaften ins Portfolio aufgenommen, die einerseits strengen ESG Kriterien entsprechen und andererseits auch einen positiven sozialen oder ökologischen Impact liefern können. Das gleiche gilt bei der Selektion von Anleihen.

Diesen Ansatz nennen wir ESGplus.

Impact+ESG in Zusammenarbeit mit Prof. Söhnholz

ESGplus lehnt sich an den puristischen Nachhaltigkeitsansatz von Professor Söhnholz an.

Professor Söhnholz ist ehrenamtlich als DFVA-Kommissionsmitglied im Bereich Sustainable Investing tätig. Der Fokus seiner Tätigkeit liegt in der Ausarbeitung einer „Anti-Greenwashing“ Taxonomie, welche sich mit dem Aufbau eines transparenten Klassifikationssystems befasst. Herr Prof. Söhnholz entwickelte 2007 einen ersten Sustainabilty-Fonds und 2013 weitere ESG-Aktienfonds.

Von der Heydt und Prof. Dr. Söhnholz sehen im Bereich nachhaltiger Investments großen Handlungsbedarf. Von einer Zusammenarbeit sollen Investoren zukünftig von Nachhaltigkeit in ihrer reinsten Form profitieren.

Impact: Fokus auf Gesundheit, Umweltthemen und Infrastruktur

Es wird ein überwiegend regelbasierter Ansatz genutzt werden, damit eine größtmögliche Nachvollziehbarkeit und somit größtmögliche Transparenz sichergestellt werden kann.

Die Zusammensetzung Portfolios orientiert sich an der United Nations Impact Investing Map. Konkret beinhaltet unser Universum der am besten beurteilten liquiden ESG-Unternehmen vor allem folgende Marktsegmente bzw. Aktivitäten:

- Gesundheitsversorgung
- Wasser (Ver- und Entsorgung)
- Erneuerbare Energieproduktion
- Schienentransport und-infrastruktur
- Sonstige wie Forstwirtschaft

ESG: Strenge Anforderungen

Impact wird oft in Zusammenhang mit den 17 United Nations Sustainable Development Goals (SDGs) definiert. Interessant ist, dass die meisten Impact-Kriterien auch von typischen ESG-Ratings genutzt werden. So haben große ESG Rater wie Thomson Reuters eine Liste von teilweise über 150 Kriterien pro Unternehmen, die für ein ESG-Rating genutzt werden können. Für ein Impact-Rating werden nur 60 mögliche Kriterien aufgeführt und die Überschneidung ist sehr hoch.

Deshalb haben wir uns dafür entschieden, formal nur ESG–Kriterien für die Wertpapierselektion zu nutzen.

Es werden jeweils relativ hohe Mindestanforderungen für E, S und G gestellt, damit schlechte Werte bei einem dieser Kriterien nicht durch gute Werte bei einem anderer dieser Kriterien kompensiert werden können.

Zusätzlich messen wir bestimmte Kennzahlen, wie beispielsweise den CO2 Ausstoß, um Impact-Auswirkungen gegenüber anderen Portfolios deutlich zu machen.

Wir haben uns jedoch dagegen entschieden, Portfoliobestandteile aufgrund von einzelnen Indikator-Veränderungen wie CO2 Ausstoß zu ändern. Als Basis für Portfolioveränderungen nutzen wir lieber die sehr umfassenden Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsratings der Wertpapiere, die diese einzelnen Kriterien in der Regel beinhalten.

Dieser sektor- bzw. aktivitätenbasierter Impactansatz in Kombination mit einer ESG-Mindestkriterienerfüllung ist unseres Erachtens Nachhaltigkeit in ihrer strengsten Form.

Transparente Asset-Allokation

In unserer strategischen Asset Allokation sollen die Anlageklassen so repräsentiert sein, wie sie weltweit in ihrer Gesamtheit bewertet bzw. gehalten werden. Das wird als

Weltmarktportfolio bezeichnet bzw. wir nennen das „most-passive“, weil es sich hierbei um die passivste Art der Alloaktion zu Anlageklassen handelt. Das entspricht einer sogenannten Kapitalisierungsgewichtung von Anlageklassen und erfordert keinerlei Prognosen, Optimierungen oder spezielle Annahmen.

Zum Portfoliostart bzw. Jahresauftakt beläuft sich die Quote für Staatsanleihen demnach auf 20%, die Unternehmensanleihequote auf 22,5%, die Aktienquote auf 35% und der „Alternativesanteil“ beträgt 22,5%. Die Umsetzung der „Alternatives“ erfolgt grundsätzlich über Infrastruktur- und Immobilienaktien bzw. Real Estate Investment Trusts (REITs). Aktuell erfüllen jedoch noch keine Immobilienaktien bzw. REITs unsere strengen Anforderungen.

Impact+ESG: Regelbasierte Aktienselektion

Alle Titel werden innerhalb ihrer Segmente grundsätzlich gleichgewichtet und jedes Jahr neu nach den oben beschriebenen Kriterien selektiert. Kommen neue Titel hinzu oder werden Titel aus dem Portfolio entfernt, findet eine Rebalanzierung statt.

Das konsequente Hauptaugenmerk auf ESG wird durch Mindestanforderungen für jedes der drei Kriterien sichergestellt. Somit verhindert der ESGplus Ansatz die am Markt häufig festzustellende Aufrechnung von wenig nachhaltigen mit sehr nachhaltigen Kriterien, was dem Nachhaltigkeitsgedanken der von der Heydt Gruppe nicht gerecht werden würde.

Zu den Selektionskriterien für Aktien zählen unter anderem:

- Länderausschlüsse: Nur Unternehmen aus den 49 entwickeltsten Ländern.
- Segmentausschlüsse: Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Pornographie, Kriegs- und Militärproduktion, Gentechnik, Tierversuche, Öl-, Gas-, und Kohleproduktion, Cannabis- und Rindfleischproduktion.
- Best in Universe Ansatz: Unternehmen müssen in den Bereichen E, S und G jeweils mindestens unter den Top 50% sein.
- Verlustbegrenzung: Titel mit hohen Verlusten im vergangenen Jahr werden deselektiert.

Impact+ESG: Konsequente Anleiheselektion

Anleihen werden grundsätzlich nur von Unternehmen erworben, die sich bereits für den Aktienerwerb qualifiziert haben. Dadurch wird an Aktien und Anleihen die gleichen Nachhaltigkeitsanforderungen gestellt.

Um die Emittentenrisiken zu begrenzen, beschränken wir uns auf eine Anleihe je Emittent.

Anleihen teilen wir in solche von traditionellen und von „alternativen“ Unternehmen ein. Alternative Unternehmen sind zum Start vor allem Infrastrukturunternehmen. Die Anleihen werden innerhalb dieser beiden Segmente gleichgewichtet.

Zu den Aufnahmekriterien zählen unter anderem:

- In EUR oder USD denominiert
- Investment Grade Rating mindestens einer anerkannten Ratingagentur
- Mindestrestlaufzeit 18 Monate
- Mindestens 2% Yield-to-Maturity
- Keine Nullzinsanleihen (Zero Coupon) oder Wandelanleihen

Impact+ESG: Anleihen von Entwicklungsinstitutionen statt Staatsanleihen

Da es keine bonitätsstarken Staaten gibt, die alle von uns gewünschten Ausschlüsse umsetzen, setzen wir auf Anleihen von multinationalen Entwicklungsinstitutionen. Diese haben hervorragende Bonitätsratings und stellen aufgrund ihres unmittelbar positiven Impacts und einer guten Portfoliodiversifikation einen sehr guten Ersatz für Staatsanleihen dar.

Als direkte Investments sind zunächst nur die Weltbank und die folgenden Entwicklungsbanken von uns zugelassen: The African Development Bank, The Asian Development Bank, The European Bank for Reconstruction and Development, The Inter-American Development Bank Group. Um Emittentenrisiken zu begrenzen, beschränken wir uns auf eine direkte Anleihe je Emittent.

ESGplus erlaubt maximal 10 % des Investmentkapitals in nachhaltige ETFs, sofern diese den strengen Impact + ESG Kriterien gerecht werden.

Regelmäßige Ausschüttungen und detailliertes Reporting

Wir planen, alle Dividenden der Aktien und Zinsen der Anleihen regelmäßig auszuschütten. Unsere Rückrechnungen lassen eine Ausschüttung von zwei Prozent pro Jahr erwarten.

Über die regulatorischen Anforderungen hinaus plant die von der Heydt Gruppe mit ESGplus ein freiwilliges Sustainability Reporting System einzuführen, welches eine transparente Berichterstattung für Investoren ermöglicht.

Impact+ESG: Nicht nur für Stiftungen oder gemeinnützige Organisationen

Die Vorteile des Konzeptes sind vor allem:

- Attraktives Rendite-/Risikoprofil
- Regelmäßige Ausschüttung
- Strenger Impact + ESG Nachhaltigkeitsansatz
- Enge Zusammenarbeit mit einem renommierten Nachhaltigkeitsexperten
- Vollkommende Transparenz

Und: Die von der Heydt Gruppe spendet jährlich einen Teil Ihrer Gebühren an ausgewählte, nachhaltige Projekte (Direct Impact). Ein speziell hierfür entwickeltes Siegel sorgt für Transparenz.

Dieser Beitrag wurde in ähnlicher Form am ersten August auf http://1754.blog/ veröffentlicht, siehe dazu auch „Wir raten dazu, eine höhere Aktienquote im Portfolio zu halten“, Interview mit Sebastian Liebscher in Renditewerk Nr. 3/2019, S. 11.

Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität (7-2020)

Der Titel des Beitrags ist wohl nur für Nachhaltigkeitsprofis verständlich. Das von mir Relative Impact Investing genannte Konzept ist aber für alle Kapitalanleger relevant.

Die Kernbegriffe: Impact und Additionalität

Dafür erkläre ich zunächst die in diesem Zusammenhang wichtigsten Begriffe: Bei dem sogenannten Impact Investing geht es typischerweise darum, mit der Geldanlage etwas Positives zu bewirken. So kann mit einer Projektfinanzierung ein neues Krankenhaus, eine Schule, eine erneuerbare Energieversorgung oder Ähnliches unterstützt werden.

Anders als bei Spenden wird dabei erwartet, dass man das investierte Geld zurückbekommt. Zusätzlich sollen positive Renditen erreicht werden. Die Renditeerwartungen liegen aber oft unter denen traditioneller Kapitalanlagen.

Meist wird zudem erwartet, dass der zusätzliche Nutzen der Geldanlage quantifiziert wird. Man möchte eine sogenannte Additionalität oder soziale bzw. ökologische Zusatzrendite erreichen. Die Messung solcher nicht-monetärer Renditen in zusätzlichen Krankenhausbetten, Ärzten, Schulkindern, Solaranlagenkapazität etc. ist relativ einfach.

Dieses Konzept bezeichne ich als Absolute Impact Investing (vgl. Positive Impact Investing von Karen Wendt).

Absolute Impact Investing und offene Fonds

Absolute Impact Investing erfolgt in der Regel direkt in Form von illiquiden Projektfinanzierungen oder indirekt über illiquide geschlossene Fonds. Solche Absolute Impact Investments sind zudem typischerweise kaum diversifiziert. Allerdings erwarten Anleger durchaus attraktive Renditen für diese Investments.

Seit einigen Jahren gibt es aber auch etwas liquidere und diversifiziertere Investmentstrukturen wie Mikrofinanzfonds. Für solche Investments sind die Renditeerwartungen aber relativ niedrig.

Seit Kurzem kommen immer mehr offene Investmentfonds an den Markt, die Impact im Namen führen oder SDG. SDG steht für die 17 nachhaltigen Entwicklungsziele (Sustainable Development Goals) der Vereinten Nationen. Diese Fonds streben typischerweise ähnliche Renditen bei vergleichbaren Risiken wie traditionelle Investments an und bieten zudem eine hohe Liquidität. So kann man also etwas Positives im Sinne der SDG ohne Nachteile für Geldanleger erreichen. Das hört sich sehr gut an. Aber bei „Too good to be true“ Ansätzen sollte man erst einmal skeptisch sein.

Einige Nachhaltigkeitsexperten sind kritisch bezüglich solcher Fonds. Ihre Hauptkritik ist oft, dass die Fonds vor allem in börsennotierte Aktien und Anleihen investieren. Damit würden die Fonds aber nur anderen Anlegern ihre Aktien oder Anleihen abkaufen. Das würde zu keinen zusätzlichen sozialen oder ökologischen Vorteilen führen, also zu keiner Additionalität.

Diese Kritik ist grundsätzlich berechtigt. Die Anbieter solcher Fonds weisen aber ebenfalls zu Recht darauf hin, dass eine zunehmende Nachfrage nach sogenannten Impactaktien oder Impactanleihen den dahinterstehenden Unternehmen künftige Finanzierungen erleichtern würden. Höhere Aktienkurse können die Beschaffung zusätzlichen Eigenkapitals ermöglichen und vergünstigen. Zusätzliche Kreditnachfrage kann das verfügbare Kreditvolumen erhöhen und Kreditkosten senken. Solche Effekte sind jedoch kaum direkt messbar bzw. den Impactanlegern nicht direkt zuzuordnen.

Traditionelle Kritiker weisen auf das relativ stark eingeschränkte Investmentuniversum solcher Fonds hin. Ihre Hauptkritik ist typischerweise, dass solche Fonds keine attraktiven Renditen erzielen könnten oder sie zu hohe (Konzentrations-)Risiken eingehen würden. Dazu kenne ich keine aussagekräftigen Statistiken. Meine eigene Erfahrung mit solchen Investments ist seit dem Start meines entsprechenden Portfolios in 2017 aber sehr positiv.

Beides sind also keine ausreichenden Gründe, um liquide Impactinvestments in Aktien oder Anleihen grundsätzlich abzulehnen.

Relative Impact Investing

Ich halte liquide Impactinvestments sogar für besonders attraktiv. So wollen viele Anleger gerne einen Großteil ihrer Vermögen liquide anlegen. Warum sollten sie ihr Geld in Aktien von Rüstungsunternehmen, Produzenten fossiler Energien, Softdrinkherstellern, Datenkraken oder ähnlichen Unternehmen anlegen?

Stattdessen können sie in Aktien von Gesundheitsunternehmen, Produzenten erneuerbarer Energien etc. investieren. Damit produzieren sie zwar keinen einfach direkt messbaren absolut positiven Impact, aber sie haben einen positiven relativen Impact im Vergleich zu traditionellen Aktien- und Anleiheinvestments. Deshalb nenne ich diesen Ansatz Relative Impact Investing.

Branchenorientierter Relative Impact Ansatz

Allerdings ist es schwer, börsennotierte Unternehmen zu finden, die positiven Impact in Bezug auf die SDG der Vereinten Nationen haben können. Idealerweise möchten Anleger Aktien im Portfolio haben, die einen 100% positiven Impact haben. Es gibt bisher aber erst wenige Unternehmen, die ihren Umsatz oder ihre Kapitalinvestitionen (CapEx) mit positiven SDG Impact und zudem diejenigen mit einem negativen oder neutralen SDG Impact veröffentlichen. Nur wenn man diese Zahlen hat, kann man einen Netto-SDG Effekt kalkulieren. Und nur der Nettoeffekt ist entscheidend für eine Klassifikation als Impact oder SDG Investment.

Als ich 2017 mein erstes liquides Impact-Modellportfolio entwickelte, wählte ich deshalb einen Segmentansatz. So definiere ich vor allem Gesundheit, Infrastruktur, erneuerbare Energien und Wasserver- und Entsorgung als grundsätzlich SDG-kompatibel.

Zulässige Gesundheitsunternehmen dürfen aber nach meiner Definition keine Gentechnik und keine Tierversuche nutzen. Und Infrastrukturunternehmen werden nur in das Portfolio aufgenommen, wenn sie einen Schienen- oder Telekommunikationsfokus haben. „Fossile Energien“ stehen auf meiner Ausschlussliste und fossilfuellastige Flughafen- und Autobahnbetreiber arbeiten wohl auch kaum im Sinne der Förderung der 17 SDGs.

Außerdem möchte ich nur Unternehmen in ein solches Portfolio aufnehmen, die auch meine typischen Mindestanforderungen in Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Governancekriterien erfüllen. Konkret müssen die zulässigen Unternehmen zu den jeweils besten 50% bei diesen Kriterien zählen, um in mein Impactportfolio aufgenommen zu werden (vgl. https://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

Relative Impact ist nur schwer messbar

Dieser ESG + Impactansatz kommt bei Interessenten gut an. Allerdings werde ich immer wieder gefragt, ob denn nicht auch irgendwie der absolute Impakt dieses Portfolios gemessen werden kann. Aber das ist aus mehreren Gründen schwierig.

Zunächst haben wir geprüft, ob uns irgendwelche von unserem Datenanbieter Refinitiv gelieferten Informationen weiterhelfen. Positiv ist, dass es pro Aktie über 50 Datenfelder gibt, die irgendwie einzelnen der 17 SDG Ziele zugeordnet werden können. Dazu gehören Antworten auf Fragen wie „Does the company have a policy to avoid the use of child labor?“. Ein Ja oder Nein darauf hilft aber nicht viel weiter. Denn wenn man komplett nur in Deutschland produziert, braucht man eine solche Politik wohl nicht. Und wenn man eine solche Politik hat, heißt das noch lange nicht, dass sie gut ist und auch eingehalten wird.

Andere Datenfelder sind besser auswertbar, z.B: „Total community lending, financing and investments which are not considered donations“. Dafür gibt es aber offenbar für viele Unternehmen keine verlässlichen Daten.

Wir konnten aber einige Kennzahlen identifizieren, die uns geeignet für die Impactmessung erscheinen, zum Beispiel Emissions, Resource Use, Diversity, Inclusion und People Development Scores.

Selektions- versus Messkriterien

Allerdings sind alle diese Scores Unterbestandteile der Umwelt- und Sozialratings, die wir bereits für die Selektion der Wertpapiere für unser Impactportfolio nutzen. Die spezifischen Unterscores für Diversität etc. helfen uns also nicht viel weiter. Wir könnten sie allenfalls höher gewichten als im Standard, aber wie? Denn Höhergewichtungen dieser Unterscores führen zu geringeren Gewichtungen anderer Subscores, die wir ebenfalls für wichtig halten.

Für die Selektion von Aktien bzw. Anleihen haben wir uns schon 2016 für separate Mindestwerte für die E, S und G Scores entschieden. Mit unseren Anforderungen, dass die E, S und G Scores zu den besten 50% gehören müssen, sind unsere Portfolios bisher meist sehr erfolgreich gewesen. Zusammen mit Mindestliquiditätsanforderungen und vielen und strengen Ausschlüssen erfüllen im Jahr 2020 nur knapp 70 Aktien alle unsere diesbezüglichen Anforderungen. Zusätzliche Mindestanforderungen zum Beispiel in Bezug auf die oben erwähnten Subscores für Inklusion würden unsere Investmentuniversum wahrscheinlich zu stark reduzieren.

Zum Jahresende planen wir wie jedes Jahr eine Überprüfung unserer Selektionskriterien. Dafür haben wir bereits eine gute Möglichkeit gefunden, unser zulässiges ESG + Impactuniversum auszuweiten, ohne die Impact- oder ESG-Anforderungen zu lockern.

Kritik an sogenannten ESG und Impact Progress und Momentum Ansätzen

Die Fortschritte unserer Portfoliounternehmen in Bezug auf E, S, G und/oder die oben genannten Subscores wie Diversität können wir durchaus messen. Es ist aber gut möglich, dass die Fortschritte relativ gering ausfallen. Grund dafür sind unsere hohen Mindestanforderungen bei der Selektion.

Die Messung der Veränderungen macht außerdem nur dann wirklich Sinn, wenn man daraus Handlungen ableiten möchte. So ist es naheliegend ein Investment zu präferieren, welches einen möglichst großen Fortschritt zum Beispiel in Bezug auf Ressourcennutzung ermöglicht.

Firmen, die bisher sehr wenig in diesem Bereich unternommen haben, können mit einem relativ geringen Investment wahrscheinlich relativ schnell nennenswerte Verbesserungen erreichen. Andererseits müssen Unternehmen, die ihre Ressourcennutzung bereits in der Vergangenheit stark verbessert haben, wahrscheinlich relativ viel investieren, um weitere kleine Verbesserungen zu erreichen.

Sollten Anleger, die viel Impactverbesserung erreichen wollen, deshalb in „schlechte“ Unternehmen investieren. Sollten sie dafür sogar Geld aus „guten“ Unternehmen abziehen?

Ich meine: Nein. Ich lege mein Geld lieber in besonders gute Unternehmen an und nicht in solche, die bisher wenig Soziales oder Ökologisches getan haben. Wenn andere Anleger das auch so sehen und wenn „schlechte“ Unternehmen das mit bekommen, sollten sie von allein genug Anreize haben, um besser zu werden.

Ähnlich kritisch sehe ich dementsprechend sogenannte ESG Momentum Ansätze. Dabei wird bevorzugt in solche Unternehmen investiert, die erste Fortschritte bei der Verbesserung einzelner oder aggregierter ESG-Scores zeigen. Auch dieser Ansatz führt dazu, dass man tendenziell in relativ schlechte Unternehmen investiert. Außerdem wird diesen Unternehmen das Anlegerkapital wieder entzogen, wenn sie gut geworden sind, um es in schlechtere ESG-Momentumaktien zu investieren. Eine derartige Bestrafung von guten Unternehmen finde ich nicht unterstützenswert (vgl. https://prof-soehnholz.com/taxonomie-verantwortungsvoller-geldanlagen-praxisorientierter-vorschlag/).

Relative Impact Messung kann nicht schaden

Auch als Anleger in schon besonders gute Unternehmen kann man die Veränderung von Ratings messen. Die Frage ist dabei, welche Konsequenzen Verschlechterungen haben.

Wie bei ESG- und E-, S- und G-Ratings ist es unwahrscheinlich, dass sich Diversitäts-, Inklusions- etc. Ratings kurzfristig stark ändern. Da solche Ratings naturgemäß zudem unpräzise sind, muss man bei relativ geringen Verschlechterungen nicht unbedingt mit einem Divestment reagieren. Bei erheblichen negativen Änderungen kann man die entsprechende Aktie bzw. Anleihe aber aus dem Portfolio nehmen und durch ein besser geratetes Wertpapier ersetzen. Aber wie wird eine starke Veränderung definiert und wie oft soll gehandelt werden?

Bei den Impact+ESG Modellportfolios meiner Firma Diversifikator erfolgen die Überprüfungen und Änderungen typischerweise nur einmal pro Jahr. Die Ratings der Unternehmen in der Datenbank des Anbieters werden typischerweise mindestens einmal jährlich auf Basis von Daten, die von den Unternehmen berichtet werden, ausgewertet. Ich nehme nur Wertpapiere von Unternehmen in das Modellportfolio, wenn die Mindestratings erfüllt werden. Alle anderen fallen entsprechend aus dem Modellportfolio heraus. Dabei ist die Portfolioumschichtung durch Ratingänderungen umso größer, je mehr Ratings geprüft werden. In meinem Fall müssen explizit E-, S- und G- Mindestratings gleichzeitig erfüllt werden, so dass zum Beispiel gute Governance kein schlechtes Sozialverhalten kompensieren kann. Wenn man Mindestanforderungen an zusätzliche Kriterien wie People Development hätte, würde sich der Turnover im Portfolio erhöhen.

Großanleger können aber wie bei anderen Anbietern auch eine laufende Überwachung der Portfolios beauftragen und müssen mit den Portfolioänderungen nicht bis zum nächsten Selektionszeitpunkt warten.

Zum Monitoring kann zudem ein zweiter ESG-Ratinganbieter hinzugezogen werden. Das kann deshalb sinnvoll sein, weil sich Ratings je nach Anbieter erheblich unterscheiden können. Aber auch dafür gilt: Mehr Kriterien bedeuten oft niedrigere Anforderungen pro Kriterium, damit noch ausreichend diversifizierte Portfolios zusammengestellt werden können.

Bei Nutzung von selbst umgesetzten Modellportfolios von Diversifikator können sogar Kleinanleger eine häufigere Überwachung mit Hilfe der kostenlosen öffentlichen ESG-Ratings von MSCI kosteneffizient umsetzen.

Relative Impact und Absolute Impact miteinander kombinieren

Das nach diesen Regeln zusammengestellt ESG+Impact Portfolio von Diversifikator hat sich seit der Auflage 2017 sehr gut entwickelt. Es hat aus meiner Sicht einen relativ positiven Impact im Vergleich zu traditionellen und auch im Vergleich zu anderen ESG Portfolios. Der absolute Impact ist aber nicht verlässlich messbar.

Absolute Impact Anleger, die Wert auf die Messbarkeit von Impact legen, müssen Abschläge bei den Renditeerwartungen machen (Beispiel Mikrofinanzfonds) oder höhere Liquiditätits- und Konzentrationsrisiken eingehen (Beispiel Projektfinanzierungen) als Relative Impact Anleger.

Man kann aber auch beide Ansätze miteinander kombinieren. Wenn man dazu noch gut spendet, macht man wohl wenig falsch.

Absolute and Relative Impact Investing and additionality (7-2020)

The title of the article is probably only understandable for sustainability professionals. But the concept which I call Relative Impact Investing is relevant for all investors.

The core terms: Impact and additionality

First, I explain the most important terms in this context: So-called impact investing is typically about making a positive impact with the investment of money. For example, financing can be used to build a new hospital, a school, a renewable energy supply or similar projects.

In contrast to donations, it is expected that the invested money is returned. In addition, positive returns should be achieved. However, the expected returns are often lower than those of traditional investments.

It is usually also expected that the additional benefit of the investment is quantified. The aim is to achieve so-called additionality or additional social or ecological returns. Measuring such non-monetary returns in additional hospital beds, doctors, school children, solar plant capacity etc. is relatively simple.

I call this concept Absolute Impact Investing (see Positive Impact Investing by Karen Wendt).

Absolute Impact Investing and open funds

Absolute Impact Investing usually is offered directly in the form of illiquid project financing or indirectly via illiquid closed-end funds. Moreover, such absolute impact investments are

typically hardly diversified. However, investors do expect attractive returns on these investments.

In recent years, more liquid and diversified investment structures such as microfinance funds have also been available. For such investments the expected returns are relatively low.

Recently, more and more open-ended investment funds have been coming onto the market that carry Impact or SDG in their name. SDG stands for the 17 sustainable development goals of the United Nations. These funds typically seek similar returns and comparable risks as traditional investments and also offer high liquidity. They therefore achieve something positive in terms of SDG without disadvantages for investors. That sounds very good. But with „too good to be true“ approaches one should be sceptical.

Unsurprisingly, some sustainability experts are critical of such funds. Their main criticism typically is that the funds mainly invest in listed stocks and bonds. This would mean that the funds would only buy shares or bonds from other investors which would not lead to any additional social or ecological benefits, i.e. no additionality.

This criticism is basically justified. However, the providers of such funds also rightly point out that an increasing demand for so-called impact shares or impact bonds would make future financing easier for the companies behind them. Higher share prices can make it easier and cheaper to raise additional equity capital. Additional demand for credit can increase the available credit volume and reduce financing costs. However, such effects are hardly measurable directly or cannot be directly attributed to the impact investors.

Traditional critics also point to the relatively limited investment universe of such funds. Their main criticism is typically that such funds could not generate attractive returns or that they would take on too high (concentration) risks. I do not know any meaningful statistics on this. However, my own experience with such investments has been very positive since the launch of my corresponding portfolio in 2017.

Therefore, neither of these arguments are sufficient reasons to reject liquid impact investments in equities or bonds.

Relative Impact Investing

I even consider liquid impact investments to be particularly attractive. Many investors would like to invest a large part of their assets in liquid assets. Why should they invest their money in shares of arms companies, fossil energy producers, soft drink producers or similar companies?

Instead, they can invest in shares of health care companies, producers of renewable energies, etc. While this does not produce an easily measurable absolute positive impact, I believe they have a positive relative impact compared to traditional equity and bond investments. Therefore, I call this approach Relative Impact Investing.

Sector-oriented Relative Impact Investing approach

However, it is difficult to find listed companies that can have a positive impact on the United Nations‘ SDG. Ideally, investors want to have stocks in their portfolio that have a 100% positive impact. But there are only a few companies that publish the positive SDG impact on their sales or capital investments (CapEx) and a negative or neutral SDG Impact as well. Only if one has these numbers, one can calculate a net SDG effect. And only the net SDG effect is decisive for a classification as Impact or SDG Investment.

When I developed my first liquid impact model portfolio in 2017, I therefore chose a segment approach. In particular, I define health care, infrastructure, renewable energies and water supply and waste disposal as being fundamentally SDG-compatible.

However, according to my definition, licensed healthcare companies are not allowed to use genetic engineering or animal testing. And infrastructure companies are only included in the portfolio if they have a rail or telecommunications focus. „Fossil energies“ are on my exclusion list, and fossil-fuel-heavy airport and motorway operators are hardly likely to work in the spirit of promoting the 17 SDGs.

Furthermore, I only want to include companies in such a portfolio that also meet my typical minimum requirements in terms of environmental, social and governance criteria. Specifically, the companies permitted must be among the top 50% in each of these criteria in order to be included in my impact portfolio (see https://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

Relative impact is difficult to measure

This ESG + impact approach is well received by interested parties. However, I am often asked whether the absolute impact of this portfolio can somehow be measured. But this is difficult for several reasons.

First of all, we have checked whether any of the information provided by our data provider Refinitiv is helpful. On the positive side, there are more than 50 data fields per share that can somehow be assigned to one of the 17 SDG targets. This includes answers to questions such as „Does the company have a policy to avoid the use of child labor?”. But a yes or no answer to these questions does not help much. Because if you produce completely only in Germany, you probably don’t need such a policy. And if you have such a policy, that doesn’t mean that it is good and that it will be followed.

Other data fields are easier to evaluate, e.g.: „Total community lending, financing and investments which are not considered donations“. However, many companies apparently do not provide reliable data for this.

We still have been able to identify a number of key figures that we believe are suitable for impact measurement. These include emissions, resource use, diversity, inclusion and people development scores.

Selection versus measurement criteria

However, these scores are subcomponents of the environmental and social ratings that we already use to select the securities for our impact portfolio.

For the selection of equities and bonds, we have already decided on separate minimum values for the E, S and G scores in 2016. With our requirements that the E, S and G scores must be among the top 50%, our portfolios have usually been very successful to date. Together with minimum liquidity requirements and many and strict exclusions, only just under 70 shares will meet all our requirements in 2020. Additional minimum requirements, for example in relation to the above-mentioned subscores for inclusion, would probably reduce our investment universe too much.

We plan to review our selection criteria at the end of the year, as we do every year. To this end, we have already found a good way to expand our permitted ESG + impact universe without relaxing the impact or ESG requirements.

Criticism of so-called ESG and impact progress and momentum approaches

We can certainly measure the progress of our portfolio companies in terms of E, S, G and/or the subscores mentioned above such as diversity. However, it is quite possible that the progress is relatively small. The reason for this is our high minimum selection requirements.

Furthermore, measuring changes only really makes sense if you want to derive actions. It is obvious to prefer an investment that enables the greatest possible progress, for example in terms of resource use. Companies that have done very little in this area so far can probably achieve significant improvements relatively quickly with a relatively small investment. On the other hand, firms that have already greatly improved their resource use in the past are likely to have to invest relatively heavily to achieve further small improvements.

But should investors who want to achieve a lot of impact improvement invest in „bad“ companies? Should they even withdraw money from „good“ companies in return? I prefer to invest my money in particularly good companies and not in those that have done little social or environmental work in the past.

I am similarly critical of so-called ESG momentum investment. With this approach, preference is given to investing in companies that show initial progress in improving individual or aggregated ESG scores. This approach also has a strong tendency to invest in relatively bad companies. In addition, these companies are also deprived of investor capital once they have become good, so that this capital can be invested in low-ESG Momentum stocks. I do not find such punishment of good companies worthy of support (see https://prof-soehnholz.com/taxonomy-for-responsible-investments-avoiding-greenwashing/).

Relative impact measurement cannot hurt

Even as an investor in already particularly good companies, you can measure the change in ratings. The question here is what consequences deteriorations have.

As with ESG and E, S and G ratings, it is unlikely that diversity, inclusion, etc., will change significantly in the short term. Moreover, since such ratings are by their very nature imprecise, it is not necessary to react with divestment if the deterioration is relatively minor. However, in the event of significant negative changes, the corresponding share or bond can be removed from the portfolio and replaced by a better-rated security. The questions are how a major change is defined and how often to trade.

For the Impact + ESG model portfolios of my company Diversifikator, the reviews and changes are typically done only once a year. The ratings of the companies in the provider's database are typically evaluated at least once a year based on data reported by the companies. I only include securities of companies in the model portfolio if the minimum ratings are met. All others are dropped from the model portfolio accordingly. The more ratings are reviewed, the greater is the portfolio reallocation due to rating changes. In my case, explicit E, S and G minimum ratings must be met simultaneously, so that good governance, for example, cannot compensate for poor social behaviour. If I would use minimum requirements for additional criteria such as people development, the portfolio's turnover would increase. As with other portfolio providers, large investors can commission ongoing monitoring of the portfolios and do not have to wait until the next selection date before making changes to the portfolio.

A second ESG rating provider can also be called in for monitoring purposes. This can be useful because ratings can vary considerably depending on the provider. The following also applies here: more criteria often mean lower requirements per criterion, so that sufficiently diversified portfolios can still be put together.

Using self-implemented model portfolios from Diversifikator, even retail investors can cost-effectively implement more frequent monitoring using the free public ESG ratings from MSCI.

Combining Relative Impact Investing and Absolute Impact Investing

The ESG + Impact portfolio of Diversifikator, which was compiled according to these rules, has performed very well since its 2017 launch. In my view, it has a relatively positive impact compared to traditional and also compared to other ESG portfolios. However, the absolute impact cannot be measured reliably.

Absolute Impact Investors who attach importance to the measurability of impact must reduce their expected returns (example: microfinance funds) or take higher liquidity and concentration risks (example: project financing) than Relative Impact Investors.

One can also combine both approaches. If you donate well in addition, you will probably do little wrong.

PureESG" und "Reverse-ESG-Integration": Beweisumkehr nötig! (7-2018)

Bei Wissenschaftlern und institutionellen Anlegern scheint sich die Meinung durchzusetzen, dass Geldanlage mit Berücksichtigung von Environment, Social und Governance (ESG) Kriterien weder Renditen senkt noch Risiken erhöht. Oft werden sogar positive Auswirkungen festgestellt (siehe auch hier[134]). Dabei müssen ESG Anlagen gar nicht besser performen als andere Anlagen. Bei gleicher Performance spricht fast alles für die nachhaltige beziehungsweise verantwortungsvolle Geldanlage (s.a. hier[135]). Daher ist eine Beweisumkehr nötig: Ignoranten von ESG-Kriterien müssen beweisen, dass ihr Ansatz besser ist! ESG-ETFs bzw. PureESG Portfolios von Diversifikator können dafür als Benchmarks genutzt werden.

Sehr unterschiedliche ESG Ansätze

Immer mehr Vermögensverwalter mit Fokus auf institutionelle Anleger nutzen inzwischen ESG Kriterien für die Kapitalanlage. Typischerweise wird dabei der etablierte Investmentansatz des Anbieters um Ausschlüsse z.B. von Streubombenherstellern ergänzt. Auch wenn nur wenige Ausschlüsse und keine speziellen ESG-Selektionskriterien genutzt werden, bezeichnen Anbieter solche Portfolios manchmal als "verantwortungsvoll" bzw. ESG-konform.

Zahlreiche Assetmanager verzichten neben Streumunition auf - je nach Anbieter bzw. Kunde durchaus unterschiedliche - andere Marktsegmente, die von Anlegern als "verantwortungslos" einschätzt werden. Die neueste Mode ist der Ausschluß von Energieversorgern, die überwiegend Kohle, Öl oder Gas einsetzen (Stichwort „Carbon Risk“).

Manche Vermögensverwalter exkludieren zusätzlich die Unternehmen aus anderen Branchen mit den schlechtesten ESG Rankings. In weitergehenden Ansätzen investieren Vermögensverwalter nur in die besten Unternehmen nach ESG Kriterien („Best-in Class“). Dabei werden oft branchenabhängige Mindestkriterien genutzt, um eine möglichst breite Branchenabdeckung zu erreichen. So kommen auch Unternehmen mit relativ schlechten ESG-Werten in manche "verantwortungsvolle" Portfolios.

Neue Moden ESG-ETFs und Momentum-Strategien

Anbieter von ESG bzw. SRI (Socially Responsible Investment) ETFs (Exchange Trade Fonds) verfolgen typischerweise einen Best-in-Class Ansatz. Bis 2017 haben solche "verantwortungsvollen" ETFs ein Schattendasein geführt, in 2017 und 2018 sind sie aber stark gewachsen.

Eine zusätzliche Möglichkeit ESG-Kriterien zu nutzen, ist die aktive Einflussnahme durch Stimmrechtsausübung. Damit kann sogar gerechtfertigt werden, weiterhin bei nach ESG

[134] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2699610
[135] http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/

Kriterien relativ schlechten Unternehmen investiert zu bleiben. Dabei wird damit geworben, dass man bei schlechten Unternehmen umfassendere Verbesserungen und damit auch Wertsteigerungen erreichen kann als bei Unternehmen, die nach ESG Kriterien bereits als "gut" einzustufen sind.

ESG-Momentum Strategen setzen auf - meist relativ "verantwortungslose" - Unternehmen, die aber bereits eine ESG-Ratingverbesserung gezeigt haben. ESG-Momentum-Anleger nutzen ihre Stimmrechte nicht unbedingt zur aktiven Einflußnahme aus.

Alternativ könnte man nur in die nach ESG-Kriterein bereits "guten" Unternehmen anlegen. Wenn institutionelle Anleger das machen würden, kann man davon ausgehen, dass "nicht gute" Unternehmen erhebliche Anstrengungen unternehmen werden, um ebenfalls Kapital von institutionellen Anklägern anzuziehen.

Am weitesten scheint inzwischen der "ESG-Integrationsansatz" verbreitet zu sein, bei dem ESG Kriterien zusätzlich zu bestehenden „ökonomischen“ Selektionskriterien des jeweiligen Vermögensverwalters genutzt werden. Bei manchen Anbietern haben ESG-Kriterien aber so nur einen sehr kleinen Einfluß auf die Titelselektion. Manchmal scheinen die ESG-Kriterien daher vor allem aus Marketinggründen bzw. zum sogenannten Greenwashing genutzt zu werden und nicht aus Überzeugung, dass ESG-Investing gut für Anleger und andere Stakeholder der Unternehmen ist.

ESG-Faktorinvestments als neueste Mode

Die neueste Mode sind ESG Faktoransätze. Bisher wurden Faktorprodukte mit dem Anspruch verkauft, auf Faktoren wie (früher) Value, Small Cap oder Momentum oder (heute) Low Volatility oder Quality zu setzen, um eine bessere Performance für Anleger zu erreichen. Jetzt gibt es die ersten Produkte, die auf ESG als angeblichen Outperformancefaktor setzen. Wenn Anleger künftig so wirklich eine Outperformance erzielen, ist das sicher positiv. Realistisch ist eher, dass - wie bei traditionellen Faktoren - auch die Prognose von ESG-Faktoren, die langfristig Outperformance liefern sollen, sehr schwer ist und Anleger von ESG-Faktoransätzen enttäuscht werden.

Alternative: Passiver "PureESG" Ansatz ohne Repräsentativitätsanspruch

Von diesen Ansätzen ist meine Firma Diversifikator am ehesten den ESG Indexanbietern zuzuordnen. Die Gemeinsamkeit mit Indexanbietern besteht darin, dass Diversifikator ebenfalls (bis auf Liquiditätskriterien und eine Grenze für "maximale 12Monatsverluste") ausschließlich ESG Kriterien zur Titelselektion bzw. Portfoliobildung nutzt und dabei komplett regelbasiert und optimierungsfrei vorgeht. Dieser Ansatz wird als "Pure ESG" bezeichnet.

Anders als ESG-ETF-Anbieter erhebt Diversifikator aber nicht den Anspruch, Märkte bzw. Marktsegmente repräsentativ abzudecken bzw. nur niedrige Abweichungen (Tracking Errors/Differences) zu traditionellen Indizes zuzulassen.

Dabei nutzen ESG-ETF-Anbieter bisher ausschließlich Indizes, die Titel nach ihrer Marktkapitalisierung gewichten. Diversifikator dagegen nutzt Gleichgewichtungen der Wertpapiere. Dafür gibt es mehrere Gründe: Kapitalgewichtung führt dazu, dass einige Anlagesegmente aber teilweise auch Einzelaktien, die eine besonders gut Performance hatten, oft einen hohen Portfolioanteil haben, was hohe Verlustrisiken bedeutet.

Statistisch zeigt sich, dass kapitalgewichtete Portfolios oft besonders schlecht rentieren im Vergleich zu alternativen Gewichtungen (siehe "Plädoyer für gleichgerichtete Benchmarks"[136]) . Die Gleichgewichtung ist eine prognosefreie Gewichtungsform mit sehr wenigen Annahmen. Um hohe Umschichtungskosten zu vermeiden, wird nur ein Mal pro Jahr rebalanziert, was sich in zahlreichen Analysen als effizient erwiesen hat (siehe Rebalanzierungen im Detailmenu auf www.diversifikator.com).

"Reverse ESG-Integration" und mehrere ESG-Weltneuheiten

Das Vorgehen von Diversifikator kann man am besten anhand von Beispielen erklären:

1) Das Anfang 2016 aufgelegte (weltweit erste?) **ESG Portfolio aus ETFs** versucht die aggregierte Kapitalanlage aller Marktteilnehmer weltweit mit ESG ETFs nachzubilden. Da bisher nur Aktien- und Unternehmensanleihen ESG-ETFs in Deutschland angeboten werden, beschränkt sich das Portfolio aktuell auf diese beiden Anlagesegmente. Seit Januar 2017 wird zusätzlich ein ESG ETF-Portfolio mit Trendfolgesteuerung angeboten.

Das (weltweit erste?) Islamic ETF Portfolio muss dagegen noch komplett mit Aktien-ETFs auskommen. Um die Einheitlichkeit der ESG Kriterien sicher zu stellen, werden dabei nur ETFs auf ESG Indizes eines Anbieters genutzt, wofür mit MSCI derjenige mit dem breitesten Angebot an solchen Indizes ausgewählt wurde.

2) Seit Anfang 2017 werden auch (die weltweit ersten?) regelbasierten Infrastrukturaktien-, Immobilienaktien- und Deutsche Aktien **PureESG Portfolios** angeboten. Im Mai 2017 kamen zwei globale PureESG Aktienportfolios hinzu. Diese nutzen sehr weitgehende Ausschlüsse und Mindestanforderungen an ESG-Kriterien zur Einzelaktienselektion. Zusätzlich werden die Aktien mit den höchsten Jahresverlusten der Vorperiode ("Max Loss") ausgeschlossen. Das kann man als "PureESG" oder als "Reverse-Integration" Ansatz bezeichnen, weil ESG- und nicht ökonomische Kriterien die Titelselektion bestimmen. Ein "Reverse Integration" Ansatz würde mit einem puren ESG Portfolio starten und zusätzliche Nicht-ESG Kriterien nutzen, wenn diese die Performance verbessern können.

Insgesamt ergibt sich so ein sehr breites Angebot an konsequenten "puren" ESG Investmentlösungen. Mir ist kein Anbieter mit einer so breiten PureESG-Palette bekannt.

Kleine Änderungen des Selektionsverfahrens können zu starken Portfolioänderungen führen

[136] http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/

Dabei wissen nicht alle Anleger, welche Auswirkungen "kleine" Regeländerungen haben können. Alleine die Reihenfolge der Anwendung von Kriterien kann zu sehr unterschiedlichen Portfolios führen. So haben wir zu Anfang 2018 nur die Reihenfolge der Anwendung von zwei Selektionskriterien geändert ("Ausschluss der Aktien mit den höchsten Verlusten erst nach den ESG Analysen", siehe hier[137]). Das hat uns trotz gleichzeitig erhöhter Mindestanforderungen an ESG-Kriterien ermöglicht, die Anzahl der Aktien im Deutsche Aktien ESG Portfolio fast zu verdoppeln.

Attraktive Performance

Interessant ist, dass die Performance der konsequent auf wenigen einfachen Regeln basierenden ESG-Portfolios - nicht nur der Rückrechnungen - ganz überwiegend sehr attraktiv ist.

Rückrechnungen von regelbasierten Portfolios können grundsätzlich einfacher erstellt und geprüft werden, als solche von aktiven Portfolios. Wenn die Regeln allerdings so aufgestellt wurden, dass sie eine möglichst gute Rückrechnungsperformance ergeben, wie das bei vielen "Smart-Beta" Portfolios der Fall ist, sind Rückrechnungen trotzdem kaum verläßlich. Auch komplexe und je nach Anlageuniversum differenzierte Regeln deuten auf "Beschönigungen" von Rückrechnungen hin.

Die Regeln der ESG-Portfolios von Diversifikator Portfolios wurden aufgrund von Erfahrungen und wissenschaftlichen Untersuchungen aufgestellt. Außerdem wurden diese Regeln vor den Rückrechnungen "eingefroren" und nicht so lange modifiziert, bis gute Rückrechnungen erreicht wurden, wie das bei neuen Produkten schon mal vorkommen soll ("Data Mining"). Hinzu kommt, dass für alle Anlagesegmente dieselben Regeln verwendet werden.

Nur in einem Fall wurden vor der Umsetzung verschiedene Regeln getestet. Allerdings wurden alle getesteten Regeln und die Ergebnisse aller Rückrechnungen dokumentiert und stehen permanent online (siehe "Archiv" auf www.diversifikator.com und speziell hier[138]). Es wurden auch nicht die Regeln mit den jeweils besten Rückrechnungsergebnissen ausgewählt sondern möglichst robuste Regeln, die für möglichst viele Portfolios akzeptable Rückrechnungsergebnisse zeigten. Damit wurden die strengen Anforderungen an Evidence based Investment Analysen (EBIA, siehe hier[139]) erfüllt, schon bevor dieser Begriff geprägt wurde.

Typischerweise sind die Echtperformances neuer Produkte schlechter als die Backtests. Das ist bei den ESG Portfolios von Diversifikator bisher oft umgekehrt: ESG-Portfolios von Diversifikator zeigen ähnliche Rückrechnungsergebnisse wie konventionelle ETFs, dafür ist die Echtperformance eher besser als die vergleichbarer konventioneller ETFs. Faktoranalysen

[137] http://prof-soehnholz.com/sehr-gute-pure-esg-performance-und-diversifikators-regelaenderungen-fuer-2018/
[138] https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Diversifikator%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf
[139] http://prof-soehnholz.com/finanzanalysten-und-produktanbieter-koennten-probleme-mit-evidence-based-investment-analysis-ebia-haben/

zeigen, dass auch die Diversifikation der ESG-Portfolios gut ist (siehe "Faktoranalysen" im Detailmenu auf www.diversifikator.com).

Beweisumkehr und Nutzung von PureESG Benchmarks nötig

„Aktive“ Portfoliomanager wehren sich oft gegen die umfassende Nutzung von Ausschluß- und Best-in-Class ESG-Kriterien, weil sie Performancenachteile befürchten. Wenn kostengünstiges „falsches“ "PureESG"-Vorgehen wie das von Diversifikator aber eine genauso gute oder sogar bessere Performance bringt als aktive Portfoliomanager, sollten sich Anleger überlegen, ob sie nicht lieber „passive“ bzw. regelbasiert-optimierungsfreie ESG Portfolios nutzen sollten. Zumindest sollten sie künftig aktive Portfoliomanager an PureESG Benchmarks messen.

Es muss also zu einer Beweisumkehr kommen: Traditionelle Geldanlageanbieter müssen zeigen, dass ihre Portfolios pure ESG Konzepte outperformen.

Hinweis: Das detaillierte ESG-Vorgehen von Diversifikator wird im Dokument "Das Diversifikator Buch[140]" beschrieben.

Sehr gute "pure" ESG Performance und Diversifikators Regeländerungen für 2018 (1-2018)

Diversifikator nutzt einen "most-passive" Investmentansatz. Das heißt aber nicht, dass es keine Regeländerungen gibt. Eine der Regeln besagt nämlich, dass spätestens zum Jahresende alle Regeln überprüft werden müssen ("kontinuierlicher Verbesserungsprozess"). Vor allem wenn neue relevante wissenschaftliche Erkenntnisse vorliegen, können die Regeln auch verändert werden. Aber auch Anregungen von Anlegern und Interessenten an den Portfolios können berücksichtigt werden. Dabei sollen Regeln aber nur behutsam geändert werden. Im Folgenden haben wir die wichtigsten Regeländerungen für 2018 aufgeführt und die Performance für 2017 analysiert:

1) Aktualisierte Regeln für die ETF-Portfolios

Es liegt kein relevantes neues Research zum realen Weltmarktportfolio (WMP) vor, welches zu Veränderungen des WMP Basis von Diversifikator Portfolios führen. Das Weltmarktportfolios Basis und auch die daraus abgeleiteten Portfolios werden daher auf die Allokation vom 1.1.2017 zurückgesetzt. Da ausländische thesaurierende ETFs nach der Investmentsteuerreform, die zu Beginn 2018 in Kraft tritt, steuerlich nicht mehr aufwändiger sind, werden sie künftig bei der Selektion nicht mehr benachteiligt. Das WMP Stars wird aufgrund geringer Ratingänderungen in der Vergangenheit künftig so wie alle anderen Portfolios nur noch einmal pro Jahr geändert.

2) Portfolioänderungen aufgrund neuer/günstigerer ETFs

[140] https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/180101-Das-Diversifikator-Buch.pdf

Neu am Markt erhältliche ESG-ETFs für europäische Unternehmensanleihen führen zu je einem zusätzlichen ETF in den zwei ESG ETF Portfolios. Mit einem dadurch insgesamt höheren Anleiheanteil nähert sich die Asset-Allokation der des WMP Basis. "Alternatives" gibt es jedoch weiterhin nicht als ESG-ETFs. Anleger können jedoch die Real Estate und Infrastruktur ESG-Portfolios von Diversifikator nutzen.

Darüber hinaus gibt es nur wenige Änderungen einzelner ETFs, die vor allem darauf zurückzuführen sind, dass etwas günstigere ETFs angeboten werden als bisher. Eine relevante Kostenreduktion von 0,21% p.a. gibt es jedoch bei einem ETF auf europäische Immobilienaktien. Insgesamt wird in den WMP Basis Portfolios ein ETFs ausgetauscht, 4 beim WMP Basis Income und einer beim WMP S.

3) Direkte regelgebundene „pure ESG“ Aktienportfolios

Diversifikator nutzt ab 2018 die geänderten E, S und G Definitionen von Thomson Reuters zum jeweils letzten verfügbaren Stand.

Aufgrund des zunehmend größeren Universums von nach ESG-Kriterien beurteilten Aktien konnten die Anforderungen an ESG-Mindestkriterien erhöht werden. Research der Universität Leipzig zeigt, dass schon der Ausschluss von Aktien ohne ESG Rating attraktiv ist. Diversifikator schließt zusätzlich jetzt auch alle Aktien aus, die die jeweils 25% schlechtesten E, S oder G Ratings haben. Dadurch, dass künftig der Ausschluss der Aktien mit den höchsten Verlusten erst nach den ESG Analysen erfolgt, kann die Titelanzahl in den Portfolios trotzdem steigen. Falls Titel im Laufe des Jahres herausfallen, wie es zum Beispiel bei Immobilienaktien durch Akquisitionen erwartet wird, werden diese erst zu Jahresende ersetzt.

Trotz der Regeländerungen bleiben 12 der 15 Titel des Jahres 2017 auch 2018 im Deutsche Aktien ESG Portfolio. Zwei der drei Abgänge (Brenntag, Linde, Infineon) sind darauf zurückzuführen, dass die Ausschlüsse von Unternehmen mit signifikanten Aktivitäten im Bereich fossiler Energieträger jetzt auf alle ESG Aktienportfolios angewendet werden (Diese wurden seit deren Start im Mai 2017 für die globalen Aktienportfolios verwendet, jedoch noch nicht für die drei Ende 2016 gestarteten Portfolios). Zusätzlich können 10 weitere Titel die aktualisierten Selektionskriterien erfüllen, so dass mit jetzt 25 Titeln schon fast die Zielanzahl von 30 erreicht wird. Das Portfolio ist gut nach Branchen diversifiziert.

Im Real Estate ESG Portfolio bleiben 11 Titel unverändert. Das Portfolio bleibt weiter gut diversifiziert nach Immobiliensegmenten, hat mit künftig fast 50% aber eine relativ hohe Allokation zu Unternehmen mit Hauptsitz bzw. Börsennotierung in Großbritannien.

Beim Infrastructure ESG Portfolio bleiben 12 von 30 Titeln erhalten. Das Portfolio bleibt gut diversifiziert nach Ländern und Segmenten.

Erwartungsgemäß ergeben sich die meisten Änderungen beim Portfolio mit den weitestgehenden Anforderungen, nämlich beim Global Equities ESG S, bei dem sich alle 5 Titel ändern. Das liegt unter anderem daran, dass die ESG-Ratings der besten Titel sehr eng beieinander liegen.

Im Global Equities ESG Portfolio bleiben 12 der 30 Positionen auch 2018 im Portfolio. Die Segmentdiversifikation beim globalen ESG Portfolios bleibt gut, aber beide globale ESG Portfolios werden US-lastiger. Das liegt auch daran, dass die meisten Aktien des relevanten US Universums in 2017 bei den maximalen Verlusten besonders gut abschnitten.

4) Sehr gute 2016er Performance der ETF-Portfolios wird 2017 nicht durchgehalten

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

Das Islamic ETF-Portfolio (+7,7%) und das ESG ETF-Portfolio (+5,2%) haben in 2017 befriedigend rentiert. Wenn man 2016 einbezieht, sind die Renditen fast aller Portfolios weiterhin gut bis sehr gut. Die Trendfolgeportfolios, die in relativ gleichmäßig steigenden Märkten üblicherweise nicht sehr gut abschneiden, und auch das „Stars" Konzept, also die ratingbasierte ETF-Selektion, haben sich allerdings noch nicht bewährt.

5) Herausragende Performance der ESG-Aktienportfolios trotz 1,19% Kostenpauschale

Das Deutsche Aktien ESG Portfolio hat +20,8% erreicht. Eine vergleichbare Mischung aus DAX und MDAX ETFs hätte ca. +14,3% erreicht. Das sind +6,5 Prozentpunkte Outperformance.

Das Infrastructure ESG Portfolio hat +15,7% erreicht. Der Vergleichs-ETF +4,2% (DBXT S&P Global Infrastructure ETF 1C). Das sind +11,5 Prozentpunkte Outperformance.

Das Real Estate ESG Portfolio hat 9,4% erreicht. Der Vergleichs-ETF -4,6% (SPDR® Dow Jones Global Real Estate ETF). Das sind +14,0 Prozentpunkte Outperformance.

Auch die beiden Global Equities ESG Portfolios haben den Vergleichs-ETF seit ihrem Start Anfang Juni erheblich outperformt.

Das ist besonders erfreulich, denn die genutzten Ausschlusskriterien sind sehr umfassend und es wurden auch keine Restriktionen z.B. in Bezug auf Länder oder Marktsegmente angewendet. Wieder einmal zeigt sich: Kapitalanlage nach ESG Kriterien führt nicht unbedingt zu schlechteren Anlageergebnissen.

Regeländerungen für 2019: Die Portfolios mit den wohl strengsten ESG Anforderungen (1-2019)

Die durchgängig regelgebundenen Portfolios von Diversifikator haben in 2018 alle mit Verlusten abgeschlossen. Drei Viertel der Portfolios waren aber zumindest besser als ihre Benchmarks. Trotzdem wurden die Regeln aller Portfolios Ende 2018 überprüft. Dabei kam es nur zu wenigen Änderungen für 2019. Vor allem die Anforderungen an verantwortungsvolle ESG (Environmental, Social, Governance) Portfolios wurden nochmals erhöht (zu den Regeländerungen für 2018 siehe hier).

Regeln für Regeländerungen

Evidenzbasierte Portfolios sollten nicht auf willkürlichen Regeln oder Regeländerungen basieren (siehe Evidence Based Investments). Diversifikators Regeln wurden konzeptionell auf Basis von wissenschaftlichem Research und praktischen Erfahrungen entwickelt (siehe Das Diversifikator Buch). Die Regeln sollen vor allem möglichst einfach, einheitlich für alle vergleichbaren Portfolios und kostengünstig umzusetzen sein.

Regelgebundene Portfolios sollten auch Regeln für Regeländerungen haben. Die Regeln von Diversifikator müssen einmal pro Jahr systematisch überprüft werden. Diversifikator vermeidet Datamining (siehe hier), also die aktive Suche nach „pseudo-optimalen" Rückrechnungsergebnissen. Rückrechnungen werden typischerweise nur einmalig zum Start eines neuen Portfolios gemacht und nur um festzustellen, ob die Regeln zu akzeptablen Performances geführt hätten. Es wird bewusst nicht nach Outperformance gegenüber adäquaten Benchmarks gesucht, denn Diversifikator hat kein Outperformanceziel (siehe z.B. Abschnitt 1.5. in Das Diversifikator Buch).

Keine der bisherigen Regeländerungen erfolgt also aufgrund von schlechter Performance oder Rückrechnungen. Regeländerungen dienen vor allem der noch besseren Fokussierung von Portfolios oder sollen Portfolioerstellung und/oder Portfolioänderungen erleichtern bzw. günstiger machen.

Viele neue ESG ETFs

Seit der ersten Definition der Regeln für das **ESG ETF-Portfolio** in 2015 (Originalregeln und weitere Informationen zu diesen und den weiteren Portfolios siehe „Das Diversifikator Buch") sind zahlreiche weitere ESG-ETFs an den Markt gekommen. Außerdem steigen Anforderungen von Anlegern in Bezug auf ESG-Selektionskriterien. Zum 31.12.2018 wurden die Regeln zur ESG ETF-Selektion daher konkretisiert.

Dabei gilt weiterhin, dass möglichst viele Anlagesegmente des Weltmarktportfolios Basis mit ESG-ETFs abgedeckt werden (zu dem „most-passive" Weltmarktkonzept siehe auch Anmerkungen weiter unten). Diese ESG-ETFs sollen möglichst strengen ESG-Kriterien genügen.

Regeländerungen für ESG-ETF Portfolios: Mehr Ausschlüsse

Innerhalb jedes Segmentes wie Aktien oder Unternehmensanleihen gelten seit Ende 2018 die folgenden Regeln: Zuerst werden die ETFs mit den meisten „anerkannten"

Ausschlußkategorien gesucht (siehe auch hier; relevante Kategorien und weitere Definitionen bzw. Taxonomie siehe DVFA-Kriterienliste hier). Der Bezug auf anerkannte Kategorien ist wichtig, weil ein einziger Ausschluss aller Waffen umfassender sein kann als der Ausschluss von zwei (Unter-)Kategorien wie Streu- und Atombomben. Mit diesen zwei Ausschlüssen wären viele andere Waffenkategorien wie Z.B. Handfeuerwaffen zulässig.

Bei zwei ETFs mit der gleichen Anzahl von Ausschlußkategorien, wird der ETF auf Basis des Indexes mit den höheren ESG-Anforderungen gewählt. Diese Selektionsreihenfolge ist wichtig, weil z.B. sogenannte ESG-Leaders Indizes, die die „besten" ESG-Unternehmen beinhalten sollten, typischerweise keine oder nur sehr wenige Ausschlüsse nutzen. Sie können z.B. Aktien von Alkoholherstellern enthalten, die kritische ESG Anleger nicht in ihren Portfolios haben möchten. Da es genug (SRI) ETFs mit relativ umfassenden Ausschlüssen gibt, sind keine ESG-Leaders ETFs im ESG ETF Portfolio.

Außerdem werden sogenannte Best-In-Universe Ansätze gegenüber Best-In-Class Ansätzen bevorzugt. So sollten keine Ölproduzenten ins Portfolio kommen, die gute ESG Scores im Vergleich zu anderen Ölproduzenten („Best in Class" Ansatz) haben. Idealerweise werden also alle Ölproduzenten ausgeschlossen, weil ihre „E"-Rankings im Vergleich zu allen anderen bewerteten Aktien („Best in Universe" Ansatz) typischerweise sehr schlecht sind.

Die Regeln von Diversifikator schliessen damit auch sogenannte Progress- bzw. Momentum-Ansätze aus, bei denen in „schlechte" Unternehmen investiert wird, um von ESG-Verbesserungen zu profitieren.

Grundsätzlich würden ETFs präferiert werden, die jeweils Mindestwerte für E, S und G Scores nutzen und nicht nur für aggregierte ESG-Scores. So soll sichergestellt werden, dass z.B. schlechte Sozial-Werte nicht durch gute Governance-Werte kompensiert werden können. Solche ETFs gibt es aber derzeit noch nicht.

Liquidität und Alter von ETFs sind nicht so wichtig

ESG-Indizes ohne Konzentrationslimits werden gegenüber solchen mit Konzentrationslimits („Capped") als ETF-Basis präferiert. Bei „Capped" Indizes werden Allokationen zu einzelnen guten ESG Titel beschränkt, um Konzentrationsrisiken im Portfolio zu reduzieren. Wir sehen aber eine hohe ESG Qualität als wichtiger an als das Risiko einer zu hohen Konzentration, vor allem da das ESG-ETF Portfolio ein Multi-ETF und grundsätzlich sogar ein Multi-Asset Portfolio ist.

Sonstige ETFs die unter das Label ESG fallen könnten haben meist nur einen Fokus auf E, S oder G wie z.B. CO2, Wasser, Renewables oder Gender/Diversity und werden daher nicht genutzt. Und projektbezogene wie einige „Green Bond" ETFs werden ausgeschlossen, da nur insgesamt „guten" Unternehmen Kapital zufließen soll (zur Begründung siehe auch DVFA, s.o.).

Im unwahrscheinlichen Fall, dass es nach Anwendung all dieser Kriterien noch gleichwertige ESG-ETF gibt, gelten die bisherigen Selektionsregeln zusätzlich, d.h. Gewichtung der ETFs

nach Marktkapitalisierung, um dem Weltmarktportfolio möglichst nahe zu kommen, Präferenz für thesaurierende gegenüber ausschüttenden ETFs und niedrige (zu erwartende) Tracking Differenz gegenüber Vergleichsbenchmarks, d.h. vor allem niedrige Kosten.

Da die Portfolios nur einmal pro Jahr rebalanziert werden, ist Liquidität der ETFs kein Selektionskriterium. Und da ETFs regelbasiert sind, spielt auch das Alter des ETF keine Rolle, denn vergangene Regelperformance kann typischerweise relativ einfach nachgebildet werden.

Regeländerungen: Jetzt auch mit ESG Allokation zu „Staatsanleihen“

Die bisher aufgeführten Änderungen der Regeln hatten allerdings keine Auswirkungen auf die ETF-Selektion, da die Regeln schon seit 2015 zwar nicht so detailliert aber dafür bereits streng waren. Die aktuellen Änderungen der ETFs im ESG ETF-Portfolio und dem ESG ETF-Portfolio Trend erfolgten, weil ein ausschüttender ETF durch einen nicht-ausschüttenden ersetzt wurde und ein kostengünstigerer für einen teureren ETF ins Portfolio kam.

Zusätzlich ergaben sich Portfolioänderungen wegen eines neu verfügbaren ESG Segmentes. Da es noch keine ESG-Staatsanleihe ETFs gibt, dienen künftig die seit Ende 2018 in Deutschland verfügbaren Sustainable Development Bank Bond ETFs als Ersatz, da solche Entwicklungsbanken oft staatsfinanziert und -garantiert sind.

Das ESG-ETF Portfolio ist zwar nicht mehr das einzige uns bekannte derartige öffentlich angebotene Portfolio weltweit, aber mit ziemlicher Sicherheit ist es weiterhin das Investmentfondsportfolio mit den strengsten ESG Anforderungen. Trotzdem hat es sich seit der Auflage in 2015 auch im Vergleich zu nicht ESG-Benchmarks sehr gut entwickelt (siehe z.B. Performancegrafiken auf www.diversifikator.com).

Regeländerungen für direkte Aktienportfolios: Strengere Anforderungen an E, S und G

ESG-Datenanalysten weiten das Universum der von ihnen beurteilten Unternehmen immer weiter aus. Das hat uns ermöglicht, nach den Änderungen zu Ende 2017 (siehe hier), unsere Selektionskriterien für die direkten Aktienportfolios noch weiter auf jetzt die besten 50% zu verschärfen. Das heißt, dass künftig nur noch Titel ins Portfolio kommen, deren E, S und G Ratings jeweils in der besseren Hälfte aller von Thomson-Reuters beurteilten Titel liegen (Best of Universe Ansatz).

Außer diesen ESG-Anforderungen werden nur noch die gleichen Anforderungen wie bisher an maximal zulässige Verluste der Aktien, Kapitalisierung und Liquidität gestellt. Wir bezeichnen diesen Ansatz als PureESG, weil Aktien (fast) nur nach ESG Kriterien selektiert werden. Er ist am ehesten vergleichbar mit ebenfalls regelbasierten ESG-Indizes. Allerdings sind die ESG-Anforderungen von Diversifikator erheblich strenger als die aller uns bekannten vergleichbaren ESG-ETFs.

Beim ESG Infrastrukturaktienportfolio wird noch stärker als bisher versucht, ausschließlich auf die Eigentümer und Betreiber von Infrastrukturnetzen und -Knoten bzw. monopolartige

Anbieter von öffentlichen Transport-, Wasser-, Energie- und Kommunikationsservices zu fokussieren.

Sofern nicht mindestens 15 Aktien in das jeweilige Anlagesegment fallen, können die Liquiditätsanforderungen an diese Titel künftig entfallen. Das ist für 2019 für das Deutsche Aktien Portfolio, das Infrastrukturaktien- und das Immobilienaktienportfolio der Fall. So können diese Portfolios zwar mit mindestens 15 aber nur mit weniger als 30 Titeln besetzt werden. An der Mindestkapitalisierung von 20 Millionen Euro wird allerdings weiterhin festgehalten.

Regeländerungen: Ausschlüsse von Rinderprodukten und Cannabis

Bei den direkten ESG-Aktienportfolios wurde zudem die Reihenfolge der Anwendung der Prüfkriterien leicht verändert, um den Prüfaufwand zu reduzieren. So wird als erste Selektionsstufe jetzt die Zugehörigkeit zu den derzeit 50 zugelassenen Zielländern geprüft (siehe United Nations Human Development Program, jeweils aktuellster Bericht über die menschliche Entwicklung; Malaysia ist im aktuellsten Bericht neu hinzugekommen).

Basierend auf den von Thomson Reuters gelieferten Daten werden keine, also auch keine geringfügigen Umsätze mit Ausschlusssegmenten akzeptiert. Die Liste der Ausschlüsse war mit zehn Kategorien schon bisher sehr umfassend. Ab Ende 2018 kommen Cannabis wegen der Suchtgefahr und aus Klimaschutzgründen Milch- und Rinderprodukte als weitere Ausschlußkriterien hinzu.

Regeländerungen: Besonders strenge ESG-Anforderungen

Meines Wissens sind das weltweit die ersten öffentlich angebotenen Portfolios, die so viele und speziell auch die beiden neuen Ausschlußkriterien nutzen.

Insgesamt sind die 3 ESG ETF- und vor allem die 5 direkten ESG Portfolios somit die wohl mit Abstand „strengsten“ bzw. konsequentesten ESG Portfolios, die öffentlich angeboten werden. Trotzdem haben sie bisher ganz überwiegend sehr gut performt.

Regeländerungen für Multi-Asset Portfolios: Mehr Immobilien und mehr Unternehmensanleihen, weniger Staatsanleihen

Die Allokationen der (nicht-ESG) Weltmarkt – bzw. Multi-Asset ETF-Portfolios basieren ausschließlich auf externen Studien, die die Verteilung der Kapitalanlagen aller Anleger weltweit schätzen. Aufgrund der neuesten verfügbaren Studie (siehe Gadzinski, G.; Schuller, M; Vacchino, A.: The Global Capital Stock: Finding a Proxy for the Unobservable Global Market Portfolio, The Journal of Portfolio Management summer 2018, S. 12-23) wird die Standardallokation ab 2019 leicht geändert.

So werden Staatsanleihen um 5 Prozentpunkte reduziert und diese werden hälftig auf Unternehmensanleihen und Immobilien aufgeteilt. Die Anleihequote beläuft sich dann auf 42,5%, die Aktienquote bleibt bei 35% (inklusive Private Equity) und der „Alternativesanteil“

(ohne Private Equity) steigt auf 22,5%. Das Weltmarktportfolio Basis, das aktuell auf Studien mit Daten für Ende 2015 aufsetzt, weist Ende 2018 Allokationen von 45%, 36% und 19% aus. Das bedeutet, dass nur sehr geringe Umschichtungen zu Jahresende erfolgen.

Regeländerungen: Noch effizientere Umsetzung möglich

Die Mindestanlagesummen für die „kleinen" Portfolios mit weniger als zehn ETFs (WMP S, WMP Stars, WMP S ex Bonds, ESG, ESG Trend, Islamic, Equity Income Portfolio) werden geändert, um die Zahl der ETFs gering zu halten. D.h., dass ab Anfang 2019 ein Segment mindestens 7,5% Allokation haben muss, bevor es ins Portfolio aufgenommen wird. Daher werden Small Caps (mit Ausnahme von WMP S ex Bonds und Equity Income) und Rohstoff-ETFs (mit Ausnahme von WMP S ex Bonds) künftig nicht mehr in diesen Portfolios enthalten sein werden. So können diese Portfolios mit geringeren Anlagebeträgen als bisher effizient umgesetzt werden.

Die jeweils aktuellen Wertpapierlisten und Allokationen für alle Portfolios finden sich unter „Downloads" (s. Detailmenu).

Regeländerungen: Geringer Turnover

Insgesamt kommt es trotz der Regeländerungen nur zu wenigen Änderungen in den ETF-Portfolios. Der Turnover in den direkten Aktienportfolios ist höher. Das soll sich mit der nächsten geplanten Regelüberprüfung zu Ende 2019 ändern.

TOLLE 2019ER ESG PERFORMANCE (1-2020)

Auch die mehrjährige ESG Performance (Environment, Social, Governance) der Portfolios von Diversifikator ist sehr gut. In diesem Beitrag vergleiche ich die Renditen der aktuell 8 öffentlichen regelbasiert-optimierungsfreien und strengen ESG-Portfolios von Diversifikator mit unterschiedlichen Benchmarks. Dabei macht es einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit passiven Benchmarks oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds nutzt (siehe auch http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/).

Das ESG ETF-Portfolio wurde als wohl weltweit erstes öffentliches derartiges Portfolio bereits Ende 2015 gestartet. Die ersten direkten Aktienportfolios von Diversifikator gibt es seit Ende 2016 (siehe auch http://prof-soehnholz.com/3-jahre-diversifikator-gute-rendite-aber-80-prozent-anders-ist-schwer-zu-verkaufen/).

ESG Performance 2019: ESG-Portfolios rentieren erheblich besser als vergleichbare traditionelle Fonds

Das **Global Equities ESG Portfolio** hat mit 33,4% in 2019 eine erheblich bessere Performance als eine (nicht ESG) Weltaktien ETF Benchmark (28,8%) erreicht. Ein durchschnittlicher aktiv gemangter globaler Aktienfonds (Flexcap) hätte 2019 25,9% plus gemacht.

Mit 42,5% hat unser nur aus 5 Titeln bestehendes **Global Equities S ESG** Portfolio in 2019 in diesem Vergleich am besten abgeschnitten. Von den branchenübergreifenden globalen ESG Portfolios von Diversifikator hätte nur das **Islamic ETF-Portfolio** mit 24% eine leicht unterdurchschnittliche Rendite gehabt.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat in 2019 25,2% Performance geschafft. Das ist etwas besser als die 24,8% des durchschnittlichen Deutschland-Aktienfonds. Eine passive Benchmark mit einem hälftigen Anteil eines DAX (plus 25,5%) und eines M-DAX (31,2%) ETFs hätte aber besser abgeschnitten.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat in 2019 30,0% Plus gemacht. Ein ETF auf den NMX 30 Infrastructureindex hätte eine ähnliche Rendite erreicht. Morningstar hat keine öffentliche verfügbare Infrastruktur-Peergroup. Zum Vergleich nutze ich deshalb den von mir initiierten Ve-RI Listed Infrastructure Fonds. Dieser hat in 2019 19% erreicht.

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat 2019 sogar 44,7% eingebracht. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds hat dagegen nur 23,3% und der globale SPDR Dow Jones Real Estate ETF 20,9% geschafft.

Auch das gemischte **ESG ETF-Portfolio** hat mit 19,9% gut abgeschnitten. Eine traditionelle 50/50 Aktien/Anleihen ETF-Mischung hätte 19,5% Rendite eingebracht. Der durchschnittliche flexible Mischfonds (EUR) hat mit 12,7% dagegen wesentlich schlechter abgeschnitten.

Mit 11,1% liegt das **ESG ETF-Portfolio Trend** etwas dahinter. Trendfolge hat in den letzten Jahren nicht besonders gut funktioniert, wie am auch an den 9,6% Rendite des ETF Dachfonds von Veritas Investment (jetzt La Francaise) bzw. den 11,1% des Stars Flexibel von Star Capital sieht.

Überwiegend sehr gute Dreijahres ESG Performance

Das **Islamic ETF-Portfolio** hat in den Jahren 2017 bis 2019 eine Rendite von 6% pro Jahr gebracht. Das liegt erheblich hinter der Performance eines globalen Aktien-ETFs für diese Periode (9,9%).
Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat von 2017 bis 2019 7,1% p.a. Performance geschafft. Das ist nennenswert besser als die 5,7% des durchschnittlichen Aktienfonds mit Fokus auf deutsche Aktien. Eine passive Benchmark mit hälftigem Anteil eines DAX und eines M-DAX ETFs hätte etwa 6,5% pro Jahr erreicht.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat von 2017 bis 2019 13,1% pro Jahr Plus gemacht. Morningstar hat keine Infrastruktur-Peergroup. Der Ve-RI Listed Infrastructure Fonds hat von 2017 bis 2019 10,4% p.a. erreicht und der NMX 30 Infrastructure Index 11%.

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat von 2017 bis 2019 11,7% pro Jahr geschafft. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds ist dagegen nur um 6,5% und der globale SPDR Dow Jones Real Estate ETF um 6.9% pro Jahr gestiegen.

Auch das gemischte **ESG ETF-Portfolio** hat mit 6,6% p.a. gut abgeschnitten. Eine traditionelle 50/50 Aktien/Anleihen ETF-Mischung hätte 6,7% jährliche Rendite eingebracht.

Der durchschnittliche flexible Mischfonds (EUR) hat dagegen mit 4,1% pro Jahr wesentlich schlechter abgeschnitten.

Für die im Mai 2017 gestarteten **Global Equities ESG Portfolios** ist noch keine Dreijahresrendite verfügbar. Mit 11,8% bzw. 11.5% („S“) in den Jahren 2018/2019 wurde aber ebenfalls eine erheblich bessere Performance als eine Weltaktien ETF Benchmark (9,6%) erreicht.

Damit Interessenten die Analyse selbst durchführen können, stellen wir eine Onlinedatei mit tagesaktuellen und sogar Rückrechnungstagesdaten aller Portfolios und von zwei traditionellen ETF-Benchmarks zur Verfügung (siehe Excel-Download unter Rückrechnungen). Für die Vergleiche mit aktiven Fonds habe ich Daten (Medianfonds) von Morningstar.de genutzt.

Trotz guter ESG Performance: Änderungen der ESG ETF-Portfolioregeln

Wie jedes Jahr haben wir zum Stichtag 30.11. die Zusammensetzung aller Portfolios und auch unsere Regeln überprüft. Ziel von Regeländerungen sind Verbesserungen aus Sicht verantwortungsvoller Geldanleger, unter anderem die Erweiterung des zulässigen Investitionsuniversum, aber auch die Vereinfachung des Selektionsprozesses für Aktien.

So kann das Segment Immobilien erstmals durch den neuen BNP Paribas Easy FTSE Epra/Nareit Developed Europe ex UK Green ETF besetzt werden. Die Allokationen zu den anderen Segmenten verringern sich entsprechend.

In den zwei ESG ETF-Portfolios wurde ausserdem je ein ETF auf den Index „SRI Fossil Fuel free“ umgestellt, weil dieser durch den Ausschluß fossiler Brennstoffe strenger ist als der normale Socially Responsible Investment Index.

Für die zwei ESG ETF-Portfolios wurde zudem eine Regel hinzugefügt: Wenn vergleichbare ETFs vorliegen, wird in den verantwortungsvollen ETF-Portfolios auf Anbieter verzichtet, die nur ein C oder schlechter beim Engagement Score und <50% beim Voting Support von Influence Map erreichen (s. Appendix A Influence Map: Asset Managers and Climate Change). Davon ist ein ETF von ishares für europäische Aktien im ESG ETF-Portfolio bzw. im ESG ETF-Portfolio Trend betroffen. Grund dafür ist die künftige Bevorzugung von ETF-Anbietern, die sich möglichst nachhaltig verhalten.

Ausschluß von Brasilien, China, Russland und der Türkei

Trotz der sehr guten ESG Performance haben wir auch die Regeln der Aktienportfolios weiterentwickelt.

Basis der Aktienselektion von Diversifikator sind 6851 von Refinitiv (ehemals Thomson Reuters) ESG-geratete Unternehmen mit investierbaren Aktien, davon 6053 in zulässigen Ländern. Dabei nutzen wir erstmals eine Länderliste auf Basis von „Rule of Law“ statt Entwicklungsstand, die 105 (50% der beurteilten Länder) statt bisher 49 zulässige Länder enthält. Das führt zum Ausschluß von 798 Aktien (12% von 6851). Zu den ausgeschlossenen Ländern gehören z.B. China, Russland, Türkei, Brasilien, Argentinien, Mexiko und Indonesien (siehe auch http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/).

Handelskriterien sind der Grund für die meisten Portfolioausschlüsse

Neu ist auch, dass eines der beiden Liquiditätskriterien, nämlich „Traded Volume im 2-Tagesschnitt > 1.000“ ersatzlos gestrichen wurde. Außerdem wurde das Kriterium Average Daily Value Traded (ADV) von 10 Millionen auf 2,5 Millionen Euro herabgesetzt. Neu ist ebenfalls, dass nur noch Aktien berücksichtigt werden, für die mindestens ein ESG Rating für das aktuelle oder das vorherige Fiskaljahr vorliegt.

Bei Anwendung dieser Kriterien ergeben sich insgesamt 1130 Unternehmen, die auch unsere Anforderungen an die E, S und G Ratings erfüllen, also jeweils zu den Top 50% gehören (siehe auch http://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/).

Vor allem Tierversuche und fossile Brennstoffe führen zu zahlreichen weiteren Ausschlüssen

Von diesen 1130 Unternehmen werden weitere 348 ausgeschlossen (31%): 113 Unternehmen wegen Tierversuchen, 100 wegen fossiler Brennstoffe, 72 wegen Waffen, 59 wegen Kernenergie, 35 wegen der Nutzung genetisch veränderter Organismen, 20 wegen Glücksspiel, 20 wegen Alkohol, 8 wegen Pornografie, 4 wegen Tabak und eines aufgrund von Rinderprodukten. Einige Unternehmen waren dabei in mehr als einem ausgeschlossenen Segment tätig. Danach bleiben 782 Aktien übrig.

Neu ist auch, dass der Ausschluss der 25% Aktien mit den höchsten Verlusten vor einer Währungsumrechnung erfolgt. Nach dem Ausschluss angekündigter Unternehmensübernahmen sind noch 581 Aktien im „zulässigen“ Investmentuniversum.

Von den größten 500 börsennotierten Unternehmen der Welt sind insgesamt 144 (29%) unter diesen 581 vertreten. Dazu gehören Apple und Microsoft, nicht jedoch Alphabet, Amazon und Facebook, die nicht alle unsere Selektionskriterien erfüllen.

Regelbasiert-optimierungsfrei von 6851 zu den Top 5 Aktien

Für die beiden Global Equities ESG Portfolios werden nur die besten (Top 5, Top 30) nach Governance-Score aus dieser Liste verwendet. Für die spezialisierten ESG Portfolios (Deutschland, Immobilien global, Infrastruktur global) werden die Top 30 nach Governance mit einem vergleichbaren Prozess gebildet. Dabei beträgt Mindestkapitalisierung jedoch nur 20 Millionen statt einer Milliarde Euro, um möglichst insgesamt 30 Titel pro Portfolio zu erreichen.

Das deutsche ESG Aktienportfolio besteht künftig aus 29 Positionen. Davon waren nur 9 in 2019 im Portfolio vertreten. Im Real Estate ESG Portfolio entfallen 53% auf die USA, 23% auf Großbritannien und es ist kein deutscher Titel enthalten. Das Infrastructure ESG Portfolio hat eine breitere Länderdiversifikation: US-Aktien haben nur einen Anteil von 13%. Fraport und die Deutsche Telekom sind die einzigen deutschen Titel in diesem Portfolio.

Die neuen Zusammensetzungen aller Portfolios findet man unter „Kosten/Downloads“ auf www.diversifikator.com. Im „Archiv“ (über das Detailmenu) sind unter „Aktuelle

Portfolioänderungen“ die Veränderungen („Trades“) aller Portfolios aufgeführt und die aktualisierten Anlageregeln der Portfolios findet man im „Diversifikator Buch“ in den Kapiteln 2.14 (ETF-Portfolios) und 3.8. (Direkte ESG Aktienportfolios).

PASSIVE ALLOKATIONSPORTFOLIOS UND ESG: RELATIV GUT IN Q1-2020 (4-2020)

Passive Allokationsportfolios und verantwortungsvolle ESG-Portfolios (ESG = Environmental-, Social-, Governance) haben sich im ersten Quartal 2020 relativ gut gehalten. Die Coronakrise und die damit zusammenhängende Finanzkrise sind aber noch längst nicht vorbei. Der „Ausstieg“ und der „Aufschwung“ haben noch nicht einmal begonnen. Und bevor es besser wird, kann es noch schlechter werden. Bei der Coronakrise ist das wegen der weiter steigenden Zahl von Infizierten und Toten leider offensichtlich. Bei der Finanzkrise sieht man das an den Volatilitäten.

Die Analyse bezieht sich auf die Portfolios meiner Firma Diversifikator im Vergleich zu unterschiedlichen Benchmarks. Dabei macht es einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit einer passiven Benchmark oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht (siehe auch http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/ und http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/).

Portfolio/Benchmark	2019 (%)	Q1 20 (%)	Gesamt (%)	Bestandteile	Fokus	Datenquelle
Global Equities ESG Portfolio S	42,5	-20,8	12,9	Direkt	„ESG“	
Infrastructure ESG Portfolio	30,0	-16,6	8,4	Direkt	„ESG“	
Global Impact ESG Portfolio	21,2	-11,0	7,9	Direkt	„ESG“	
Real Estate ESG Portfolio	44,7	-26,6	6,2	Direkt	„ESG“	
Weltmarktporfolio Basis Trend	11,6	-4,9	6,1	ETFs		
50-50 Aktien/Anleihen ETF-Benchmark	19,5	-11,6	5,6	ETFs		Diversifikator
Aktien ETF Benchmark	28,8	-19,1	4,2	ETFs		Diversifikator
Weltmarktportfolio Basis Income	21,8	-14,5	4,1	ETFs		
ESG ETF-Portfolio	19,9	-13,2	4,1	ETFs	„ESG“	
Weltmarktportfolio Basis	21,8	-15,1	3,4	ETFs		
ETF ETF-Portfolio Trend	11,1	-7,9	2,3	ETFs	„ESG“	
Aktive Mischfonds EUR flexibel global (Durchschnitt)	14,5	-12,4	0,3	Fonds		Das Investm.
Weltmarktportfolio Stars	17,7	-14,8	0,3	ETFs		
Aktienfonds weltweit Flex-Cap (Median)	25,9	-20,4	0,2	Fonds		Morningstar
Weltmarktportfolio S	17,9	-15,1	0,1	ETFs		
Aktive Mischfonds EUR flexibel global (Median)	12,7	-12,4	-1,3	Fonds		Morningstar

Islamic ETF-Portfolio	24,0	-20,9	-1,9	ETFs	„ESG“	
Global Equities ESG Portfolio	33,4	-27,1	-2,8	Direkt	„ESG“	
Deutsche Aktien DAX/MDAX ETF-Benchmark	28,4	-26,7	-5,9	ETFs		
Deutche Aktien ESG Portfolio	25,2	-26,7	-8,2	Direkt	„ESG“	
Aktive Deutschland Standardwerte (Median)	24,8	-27,5	-9,5	Fonds		Morningstar
Alternatives ETF Portfolio	25,0	-29,3	-11,6	ETFs		
Aktive Deutschland Standardwerte (Durchschnitt)	23,6	-29,1	-12,4	Fonds		Das Investm.

Quelle: Diversifikator GmbH, Daten u.a von www.Morningstar.de (Fundscreener) vom 1.4.2020 und aus Das Investment Online (s. https://www.dasinvestment.com/gewinner-und-verlierer-die-staerksten-und-schwaechsten-fondsgruppen-im-crash-quartal/?page=3) vom 7.4.2020

Passive Allokationsportfolios: Diversifikation schützt nicht vor Verlusten

Die Performance der Allokationsportfolios von Diversifikator ist in den letzten Jahren relativ stark durch die verhältnismäßig hohe Allokation von ca. 30% „liquiden Alternatives“ beeinflusst worden. Diese Allokation entspricht in etwa der gemessenen aggregierten Alloaktion aller Kapitalanleger weltweit zu alternativen Anlagen (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/). In den Weltmarktportfolios wird diese durch Immobilienaktien-, Infrastrukturaktien und andere Aktien-ETFs umgesetzt.

Dazu habe ich schon im Februar 2016 im „Diversifikator Konzept“ geschrieben, das heute Teil des Diversifikator Buchs ist: „Auch eine hohe Diversifikation verhindert aber keine Verluste. Da wir keine Prognosen verwenden, können wir nur auf Vergangenheitserfahrungen bzw. Simulationen bzw. Szenarien Bezug nehmen. Anleger müssen also damit rechnen, in aktienlastigen Portfolios in Krisen zumindest kurzfristig durchaus 50% Wertverluste hinzunehmen“ (S. 9).

Und weiter: „Durch die Nutzung von Infrastruktur-, Rohstoff- und Agrar/Farmaktien-ETFs wird neben dem Zugang zu diesen Anlagesegmenten aber auch die generelle Aktienabhängigkeit des Portfolios erhöht. Das kann sich vor allem in markbreiten und Liquiditäts-Krisenzeiten negativ auswirken, wie man am Beispiel von Immobilienaktien und REITs in 2008 feststellen kann: In 2008 war deren Aktienmarktabhängigkeit kurzfristig viel stärker als deren Immobilienmarktabhängigkeit“ (S. 17).

Ähnliches ist in der aktuellen Krise festzustellen: Anleger können ihre illiquiden Alternatives-Investments nicht reduzieren und (über-)verkaufen deshalb ihre liquiden Alternatives-ETF-Anlagen. Ich erwarte, dass letztere in einem Marktaufschwung, wie er auch nach dem Jahr 2008 begann, überproportional an Wert zulegen können.

Passive Allokationsportfolios: WMP Basis mit akzeptabler Performance in Q1/2020

Um die starken Verluste aus dem ersten Quartal 2020 beurteilen zu können, macht ein Rückblick in das außerordentlich gute Anlagejahr 2019 Sinn.

Für 2019 ist die Bilanz für den typischen aktiven (flexiblen globalen) Mischfonds +12,7%. Eine 50/50 Aktien/Anleihen-ETF-Benchmark hätte +19,5% eingebracht und das **Weltmarktportfolio (WMP) Basis** +21,8% (zu einer Mehrjahresanalyse der Portfolios siehe http://prof-soehnholz.com/passive-asset-allokationen-sind-besser-als-aktive/).

Im ersten Quartal liegen die aktiven Mischfonds bei -12,4%, die ETF-Benchmark bei -11,6% und das WMP Basis bei -15,1%. Die Abweichungen des WMP sind vor allem auf die Alternativesallokation zurückzuführen. Das **Alternatives ETF-Portfolio** steht im ersten Quartal 2020 bei -29,3%, während es in 2019 +25% gemacht hat.

Andere passive Allokationsportfolios waren aber im ersten Quartal 2020 auch nicht besser als das WMP Basis. So hat der Arerofonds -15,5% verloren, der Lyxor Portfoliostrategiefonds -15% und der Xtrackers Portfoliofonds steht bei -16%.

Passive Allokationsportfolios: WMP Basis Trend mit sehr guter Performance in Q1/2020

Für 2019 ist die Bilanz der anderen passiven nicht-ESG Allokationsportfolios von Diversifikator ebenfalls gut. Das **Weltmarktportfolio Basis Income** hat in 2019 +21,8% erreicht, das **Weltmarktportfolio S** +17,9% und das **Weltmarktportfolio Stars** +17,7%.
Nur das **Weltmarktportfolio Basis Trend** (+11.6%) hätte in 2019 etwas schlechter abgeschnitten als ein typischer aktiver Mischfonds (+12,7%), aber besser als der ETF Dachfonds von Veritas Investment (+8,7%) bzw. die +11,1% des Stars Flexibel von Star Capital in 2019.

Im ersten Quartal 2020 haben das WMP Basis Income mit -14,5%, das WMP S mit -15,1% und das WMP Stars mit -14,8% ebenfalls vor allem unter der relativ hohen Alternatives-Quote gelitten. Die Trendfolge im WMP Basis Trend hat mit -4,9% im ersten Quartal auch im Vergleich zu anderen Fonds dagegen gut funktioniert: Der ETF Dachfonds von La Francaise steht bei -18,8% und der Stars Flexibel bei -20,9% nach dem ersten Quartal 2020.

Passive Allokationsportfolios: Über 15 Monate viel besser als aktive Mischfonds

Über die insgesamt 15 Monate liegt das Alternatives ETF-Portfolio mit -11,6% am schlechtesten. Der Median-Mischfonds hat -1,8% verloren. Alle anderen oben genannten Portfolios von Diversifikator liegen im positiven Bereich mit dem WMP Basis Trend mit +6,1% an der führenden Stelle der traditionellen passiven Portfolios. Diese Performance wird aber von den +7,9% des gemischten Impact ESG Portfolios (siehe unten) noch übertroffen.

ESG-Portfolios: ESG-Aktienportfolios mit relativ guter Performance in Q1/2020

Das ESG ETF-Portfolio wurde als weltweit erstes öffentliches derartiges Portfolio bereits Ende 2015 gestartet. Die ersten direkten ESG-Aktienportfolios von Diversifikator gibt es seit Ende 2016 (siehe auch http://prof-soehnholz.com/3-jahre-diversifikator-gute-rendite-aber-80-prozent-anders-ist-schwer-zu-verkaufen/). Sie sind regelbasiert und nutzen (fast) nur E, S und G Ratings für die Aktienselektion und sind deshalb auch gut als ESG-Benchmarks geeignet.

Die mehrjährige Performance der Environmental, Social und Governance (ESG) Portfolios von Diversifikator war bisher sehr gut (siehe hier http://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/).

Das **Global Equities ESG Portfolio** hat mit +33,4% in 2019 eine erheblich bessere Performance als eine (nicht ESG) Weltaktien ETF Benchmark (+28,8%) erreicht. Ein durchschnittlicher aktiv gemangter globaler Aktienfonds (Flexcap) hätte 2019 +25,9% plus gemacht.

Im ersten Quartal 2020 hat das Global Equities ESG Portfolio mit -27,1% gegenüber -19,1% der breiten Weltaktien ETF Benchmark und -20,4% für den Median-Aktienfonds abgeschnitten. Der überdurchschnittliche Verlust ist vor allem auf eine unterdurchschnittliche Allokation zu Technologietiteln und Largecaps zurückzuführen.

Mit +42,5% hat das nur aus 5 Titeln bestehendes **Global Equities S ESG** Portfolio in 2019 am besten abgeschnitten. Mit -20,8% hat das Portfolio im ersten Quartal 2020 eine marktkonforme Rendite, es weist aber einen höheren zwischenzeitlichen Verlust auf.

Von den branchenübergreifenden globalen ESG Portfolios von Diversifikator hätte in 2019 nur das **Islamic ETF-Portfolio** mit +24% eine leicht unterdurchschnittliche Rendite gehabt. In ersten Quartal 2020 ist der Rendite mit -20,9% ähnlich wie der breite Aktienmarkt.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat in 2019 +25,2% Performance geschafft. Das ist etwas besser als die +24,8% des durchschnittlichen Deutschland-Aktienfonds. Eine passive Benchmark mit einem hälftigen Anteil eines DAX (+25,5%) und eines M-DAX (+31,2%) ETFs hätte aber besser abgeschnitten.

Das Deutsche Aktien ESG Portfolio hat im ersten Quartal 2020 -26,7% verloren, was ziemlich genau einer 50/50 DAX/M-DAX ETF-Mischung entspricht. Der durchschnittliche Standardwerte-Aktienfonds hätte -27,5% an Wert abgegeben.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat in 2019 +30,0% Plus gemacht. Ein ETF auf den NMX 30 Infrastructureindex hätte eine ähnliche Rendite erreicht. Morningstar hatte in 2019 keine öffentliche verfügbare Infrastruktur-Peergroup. Zum Vergleich nutze ich deshalb den von mir initiierten Ve-RI Listed Infrastructure Fonds. Dieser hat in 2019 +19% erreicht.

Im ersten Quartal 2020 steht das Infrastruktur ESG Portfolio bei -16,6%. Der NMX ETF hätte -22,9% verloren, der durchschnittliche Infrastrukturaktienfonds -18,6% und der Ve-RI Listed Infrastukturfonds -15,9%.

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat 2019 sogar +44,7% eingebracht. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds hat dagegen nur +23,3% und der globale SPDR Dow Jones Real Estate ETF +20,9% geschafft.

Letzterer hat im ersten Quartal -29% verloren während das Real Estate ESG Portfolio -26,6% aufweist und der Median-Immobilienaktienfonds -23,9%.

ESG-Portfolios: Gemischte ESG-Portfolios auch mit relativ guter Performance in Q1/2020

Das noch nicht als Fonds verfügbare gemischte **Impact ESG Portfolio** (siehe http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/) hat in 2019 +21,2% erreicht und im ersten Quartal 2020 -11% verloren.

Auch das gemischte **ESG ETF-Portfolio** hat mit +19,9% in 2019 gut abgeschnitten. Eine traditionelle 50/50 Aktien/Anleihen ETF-Mischung hätte +19,5% Rendite eingebracht. Der durchschnittliche traditionelle flexible Mischfonds (EUR) hat mit +12,7% dagegen wesentlich schlechter abgeschnitten.

Im ersten Quartal hat die ETF-Mischung -11,6%, das ESG ETF-Portfolio -13,2% und traditionelle Mischfonds -12,4% verloren.

Mit +11,1% liegt das **ESG ETF-Portfolio Trend** in 2019 erheblich hinter dem Portfolio ohne Trendfolge. Im ersten Quartal hat sich die Trendfolge dagegen gut bewährt: Das ESG ETF-Portfolio Trend hat nur -7,9% verloren.

ESG-Portfolios: Gute bis sehr gute Performance über 15 Monate

Zusammenfassend über die 15 Monate haben vor allem die gemischten verantwortungsvollen Portfolios eine insgesamt sehr gute Performance im Vergleich zu traditionellen Portfolios gezeigt. Aber auch die ESG Aktienportfolios schneiden ordentlich ab: Im Vergleich zu traditionellen aktiven Fonds zeigen nur das Global Equities Portfolio und das Islamic ETF-Portfolio eine leichte Underperformance. Das deutsche ESG Aktienportfolios zeigt eine leichte Outperformance gegenüber aktiven traditionellen Fonds. Die stärkste Outperformance gegenüber traditionellen Fonds haben das Infrastrukturaktien, das Immobilienaktien und das aus nur 5 Aktien bestehende Global Equities S Portfolio.

Die Quellen für die externe Portfolioperformance sind Onvista (3-Monatsperformance vom Vormittag des 1.4.2020) und für die aktiven Medianfonds Morningstar (vom Nachmittag des 1.4.2020).

ESG Halbjahr: Relativ gute Performance passiver Allokations- und strenger ESG Portfolios (7-2020)

ESG Halbjahr: Die meisten passiven Allokationsportfolios und auch die streng verantwortungsvollen ESG-Portfolios (ESG = Environmental-, Social-, Governance) meiner Firma Diversifikator haben sich im zweiten Quartal 2020 relativ gut entwickelt.

Die folgende Analyse bezieht sich auf die Portfolios meiner Firma Diversifikator im Vergleich zu unterschiedlichen Benchmarks und Perioden. Im Vordergrund steht dabei die Performance des ersten Halbjahres 2020. Um die Performance über unterschiedliche Marktperioden zu vergleichen, erfolgt zusätzlich ein Vergleich von Performances der letzten 18 Monate, also von Anfang 2019 bis Mitte 2020 (zur längerfristigen Performance vgl. https://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/).

Dabei macht es einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit einer passiven Benchmark oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht (siehe auch https://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/ und https://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/).

Diversifikation schützt nicht vor Verlusten

Die Performance der meisten Allokationsportfolios von Diversifikator ist in den letzten Jahren relativ stark durch die verhältnismäßig hohe Allokation von ca. 30% „liquiden Alternatives" beeinflusst worden. Diese Allokation entspricht in etwa der gemessenen aggregierten Alloaktion aller Kapitalanleger weltweit zu alternativen Anlagen (siehe auf längere Sicht z.B. https://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/). In den Weltmarktportfolios wird diese durch Immobilienaktien-, Infrastrukturaktien und andere Aktien-ETFs umgesetzt.

Nach besonders hohen Verlusten im ersten Quartal haben diese Alternatives im zweiten Quartal positiv abgeschlossen. Allerdings haben sie weniger an Wert zugelegt als ein breiter Aktien-ETF. Über sechs (-20,5%) und zwölf Monate (-14,8%) weist das **Alternatives ETF Portfolio** weiterhin hohe Verluste aus. Über 18 Monate liegt es mit -0,7% zwar nur noch knapp im negativen Bereich aber fast 20 Prozentpunkte hinter einer breiten Aktien ETF Benchmark.

Passive Allokationsportfolios mit besserer Performance als aktive

Im ersten Halbjahr 2020 liegen aktive gemanagte Mischfonds bei -5,7% und das breit diversifizierte **Weltmarktportfolio (WMP) Basis** bei -7,5%, was vor allem auf die Allokation zu Alternatives zurückzuführen ist. Für die letzten 18 Monate weist das WMP Basis mit +12,6% im Vergleich zu +6,3% für flexible Mischfonds aber ein sehr gutes Ergebnis auf.

Andere passive Allokationsportfolios waren aber im ersten Halbjahr 2020 auch nicht besser als das WMP Basis. So hat der Arero Fonds -9,6% verloren, der Lyxor Portfolio Strategy ETF -8,1% und der Xtrackers Portfoliofonds steht bei -8,3%. Über 18 Monate liegt Arero bei +6,8, Lyxor bei +9,8% und xtrackers bei +12,5%.

Im ersten Halbjahr 2020 haben das **WMP Basis Income** mit -8,5%, das WMP S mit -8,0% und das WMP Stars mit -8,2% ebenfalls vor allem unter der relativ hohen Alternatives-Quote gelitten. Die Trendfolge im **WMP Basis Trend** hat mit -4,2% im ersten Halbjahr vor allem im ersten Quartal relativ gut funktioniert. Im zweiten Quartal wurde nur wenig vom Marktaufschwung profitiert.

Über 18 Monate lauten die Zahlen wie folgt: **WMP Basis Trend** +6,9%, **WMP Stars** +8%, **WMP S** +8,5% und **WMP Basis Income** +11,5%. Damit liegen alle Portfolios teilweise erheblich besser als durchschnittliche aktive Mischfonds.

ESG Halbjahr: Gemischtes ESG-ETF-Portfolio ebenfalls mit relativ guter Performance im ersten Halbjahr 2020

Im ersten Halbjahr 2020 haben das **ESG ETF-Portfolio** -5,3% und das **ESG ETF-Portfolio Trend** -6,8% verloren. Auf 18 Monate liegt das ESG ETF-Portfolio bei +13,5% und das ESG ETF Trendfolgeportfolio bei +3,6%. Damit liegt das ESG ETF-Portfolio weit vor durchschnittlichen traditionellen aktiven Mischfonds während das ESG ETF-Trendfolgeportfolio etwas schlechter als diese abschneidet.

ESG Halbjahr: ESG-Aktienportfolios mit gemischter Performance im ersten Halbjahr 2020 aber mittelfristig guten Ergebnissen

Im ersten Halbjahr 2020 hat das **Global Equities ESG** Portfolio mit -12,8% gegenüber -7,6% der breiten Weltaktien ETF Benchmark und -6,2% für den Median-Aktienfonds (Flexcap EUR) abgeschnitten. Der überdurchschnittliche Verlust resultiert aus dem ersten Quartal und ist vor allem auf relativ niedrige Allokationen zu Technologietiteln und Largecaps zurückzuführen.

Über 18 Monate liegt das **Global Equities ESG Portfolio** bei +16,3%, die ETF-Benchmark bei +19% und aktive Aktienfonds bei +18,1%. Das aus nur aus 5 Titeln bestehende Global Equities S ESG Portfolio hat im ersten Halbjahr dagegen nur -5,7% verloren und über 18 Monate sogar +34,3% erreicht.

Das **Islamic ETF-Portfolio** hat im ersten Halbjahr -11% und über 18 Monate +10% Rendite erreicht und liegt damit am unteren Ende der diversifizierten Aktienfonds von Diversifikator.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat im ersten Halbjahr 2020 -5,1% verloren und über 18 Monate 18,8% gewonnen. Eine 50/50 DAX/M-DAX ETF-Mischung hätte -8,4% verloren und 17,6% gewonnen. Der durchschnittliche Standardwerte-Aktienfonds hätte -10% an Wert abgegeben und über 18 Monate 12,2% gewonnen.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat im ersten Halbjahr -10,9% und über 18 Monate +15,8% erreicht. Ein ETF auf den ishares Global Infrastructure Index hätte -10,8% im ersten Halbjahr und 9,1% über 18 Monate gebracht. Im ersten Halbjahr 2020 hätte der Median Infrastrukturfonds -10,5% verloren (in 2019 gab es diese Gruppe bei Morningstar noch nicht).

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat im ersten Halbjahr -21,1% verloren und steht über 18 Monate bei +14,1%. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds hat im ersten Quartal -18,5 % gemacht. Diese Gruppe hat aber nur -10,7% über 12 Monate erreicht während das Real Estate ESG Portfolio nur bei -4,4% liegt. Der globale SPDR Dow Jones Real Estate ETF hat im ersten Halbjahr -22,7% und über 12 Monate -17,5% verloren.

ESG Halbjahr: Zusammenfassung

Im ersten Quartal war die Performance einiger Portfolios von Diversifikator relativ schlecht. Im zweiten Quartal war eher das Gegenteil der Fall, so dass viele Portfolios nach dem ersten Halbjahr vor allem im Vergleich mit aktiv gemanagten Fonds relativ gut dastehen. Wenn das für viele Diversifikatorportfolios besonders gute Jahr 2019 dazu nimmt, sehen die Performances sowohl der passiven Allokationsportfolios (traditionell und ESG) und auch der strengen ESG Aktienportfolios ganz überwiegend absolut und relativ sehr gut aus.

Anhang: Performancetabelle

Die Quelle für die externe Portfolioperformance ist Morningstar (Daten vom Nachmittag des 1.7.2020).

ESG-Portfolios 1-9/20: Deutsche Aktien performen besonders gut (10-2020)

Die Performance der meisten passiven Allokationsportfolios meiner Firma Diversifikator hat im dritten Quartal 2020 weiter unter dem hohen Anteil an Alternatives gelitten. Seit Jahresanfang 2019 ist sie aber teilweise erheblich besser als die von aktiv gemanagten Mischfonds. Die streng verantwortungsvollen ESG Portfolios (ESG = Environmental-, Social-, Governance) haben sich im dritten Quartal und seit Jahresanfang 2020 (YTD) relativ gut und vor allem seit Jahresanfang 2019 sehr gut entwickelt.

Um die Performance über unterschiedliche Marktperioden zu vergleichen, erfolgt neben der Quartals- und YTD-Analyse zusätzlich auch ein Vergleich der letzten 21 Monate, also von Anfang 2019 bis Ende September 2020. Dabei macht es teilweise einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit einer passiven Benchmark oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht (weiterführend https://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/ und https://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/).

Passive Allokationsportfolios weiter durch negative Alternativesentwicklung beeinflusst

Die Performance der meisten Allokationsportfolios von Diversifikator ist in den letzten Jahren relativ stark durch die verhältnismäßig hohe Allokation von ca. 30% „liquiden Alternatives“ beeinflusst worden. Diese Allokation entspricht in etwa der gemessenen aggregierten Alloaktion aller Kapitalanleger weltweit zu alternativen Anlagen (siehe auf längere Sicht z.B. https://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/). In den Weltmarktportfolios wird diese durch Immobilienaktien-, Infrastrukturaktien und andere Aktien-ETFs umgesetzt.

Nach besonders hohen Verlusten im ersten Quartal haben diese Alternatives im dritten Quartal ebenfalls fast -2% verloren. YTD weist das **Alternatives ETF Portfolio** mit -22% weiterhin hohe Verluste aus. Über 21 Monate liegt es mit -3% zwar nur noch knapp im negativen Bereich, aber etwa 26 Prozentpunkte hinter einer breiten Aktien ETF Benchmark.

Im dritten Quartal 2020 liegen aktive gemanagte Mischfonds bei +2,4% (YTD -2,7%) und das breit diversifizierte **Weltmarktportfolio (WMP) Basis** bei -0,7% (YTD -8,2%), was vor allem auf die Allokation zu Alternatives zurückzuführen ist. Für die letzten 21 Monate weist das WMP Basis mit +11,8% im Vergleich zu +9.6% für flexible Mischfonds aber ein sehr gutes Ergebnis auf.

Gute passive Allokationsbenchmarks gibt es nicht, aber andere passive Allokationsportfolios waren im dritten Quartal 2020 besser als das WMP Basis. So hat der Arero Fonds +2,7% (YTD -4,7%) gewonnen, der Lyxor Portfolio Strategy ETF +2,7% (YTD -3,1%) und der

Xtrackers Portfoliofonds steht bei +3,1% (YTD -5,5%). Über 21 Monate liegt Arero bei +12,6, Lyxor bei +15,8% und xtrackers bei +16%.

Im dritten Quartal 2020 haben das **WMP Basis Income** mit -0,8%, (YTD -9,2%), das WMP S mit 1,7% (-6,4% YTD) und das WMP Stars mit +1,5% (YTD -6,8%) ebenfalls unter der relativ hohen Alternatives-Quote gelitten. Die Trendfolge im **WMP Basis Trend** hat mit -0,8% im dritten Quartal und -4,9% YTD relativ gut im Vergleich zum WMP Basis funktioniert.

Über 21 Monate lauten die Zahlen wie folgt: **WMP Basis Trend** +6,1%, **WMP Stars** +9,7%, **WMP S** +10.3% und **WMP Basis Income** +10,6%. Damit liegen fast alle passiven Allokationsportfolios besser als durchschnittliche aktive Mischfonds.

ESG-Portfolios 1-9/20: Gemischtes ESG ETF-Portfolio mit ordentlicher Performance

Im dritten Quartal 2020 haben das **ESG ETF-Portfolio** +1,4% (YTD -4%) und das **ESG ETF-Portfolio Trend** +0,2% (YTD -6,6%) gewonnen. Auf 21 Monate liegt das ESG ETF-Portfolio bei +15,1% und das ESG ETF Trendfolgeportfolio bei +3,8%. Damit liegt das ESG ETF-Portfolio weit vor durchschnittlichen traditionellen aktiven Mischfonds aber auch vor den nicht-nachhaltigen Allokationsportfolios, während das ESG ETF-Trendfolgeportfolio schlechter als diese abschneidet.

ESG-Portfolios 1-9/20: ESG-Aktienportfolios mit guter Performance

Im dritten Quartal 2020 hat das **Global Equities ESG** Portfolio mit +3,5% (YTD -9,8%) etwas schlechter als die +4,6% (YTD -3,9%) der breiten Weltaktien ETF Benchmark und die +5,0% (YTD -2,7%) für den Median-Aktienfonds (Flexcap EUR) abgeschnitten. Der überdurchschnittliche YTD-Verlust resultiert aus dem ersten Quartal und ist vor allem auf relativ niedrige Allokationen zu Technologietiteln und Largecaps zurückzuführen.

Über 21 Monate liegt das **Global Equities ESG Portfolio** bei +20,3%, die ETF-Benchmark bei +23,8% und aktive Aktienfonds bei +22,5%. Das aus nur aus 5 Titeln bestehende **Global Equities S ESG Portfolio** hat im dritten Quartal dagegen +4,8% gewonnen (YTD -1,2%) und über 21 Monate sogar +40,8% erreicht.

Das **Islamic ETF-Portfolio** hat im dritten Quartal +4% (YTD -7,5%) und über 21 Monate +17,9% Rendite erreicht und liegt damit am unteren Ende der diversifizierten Aktienportfolios von Diversifikator.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat im dritten Quartal 2020 +9,3% (YTD +3,7%) gewonnen und über 21 Monate 29,8% gewonnen. Eine 50/50 DAX/M-DAX ETF-Mischung hätte +4,2% gewonnen (YTD -4,6%) und über 21 Monate +22,6% gewonnen. Der durchschnittliche Standardwerte-Aktienfonds hätte +4,7% gewonnen (YTD -5,3%) und über 21 Monate 18,2% zugelegt.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat im dritten Quartal +0,5% (YTD -10,5%) und über 21 Monate +16,3% erreicht. Ein ishares ETF auf einen Global Infrastructure Index hätte -0,6% im dritten Quartal (YTD -11,6%) und +7,8% über 21 Monate gebracht. Im dritten Quartal 2020 hätte der Median Infrastrukturfonds -1,9% (YTD -12.2%) verloren (in 2019 gab es diese Gruppe bei Morningstar noch nicht).

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat im dritten Quartal -0,7% (-21,8% YTD) verloren und steht über 21 Monate bei +13,2%. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds hat im dritten Quartal -1% (YTD -17,9%) gemacht. Der globale SPDR Dow Jones Real Estate ETF hat im dritten Quartal -2,6% verloren (YTD -24,2%) und über 21 Monate -7,5% verloren.

ESG-Portfolios 1-9/20: Zusammenfassung

Im ersten Quartal war die Performance einiger Portfolios von Diversifikator relativ schlecht. Vor allem im zweiten Quartal war eher das Gegenteil der Fall, so dass viele Portfolios nach dem dritten Quartal vor allem im Vergleich mit aktiv gemanagten Fonds gut dastehen.

Wenn das für viele Diversifikatorportfolios besonders gute Jahr 2019 dazu nimmt, sehen die Performances sowohl der passiven Allokationsportfolios (traditionell und ESG) und auch der strengen ESG Aktienportfolios ganz überwiegend absolut und relativ gut aus. Letzteres gilt vor allem für Deutsche Aktien ESG, Infrastrukturaktien ESG und Immobilienaktien ESG, die schon seit dem Start in 2017 gut laufen (vgl. https://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/).

Zudem kann man feststellen, dass passive Aktien- aber auch Multi-Asset Portfolios meist besser rentieren als aktiv gemanagte Fonds.

Anhang: Performancetabelle

Hinweis: Die Quelle für die externe Portfolioperformance ist Morningstar (Daten vom 1.10.2020).

12 Impact- und ESG Portfolios online (12-2020)

12 Impact- und ESG Portfolios hat die Diversifikator GmbH jetzt online. Dabei handelt es sich um gemischte, Aktien- und ein Anleiheportfolio. In Kombination mit dem Anleiheportfolio können alle Aktienportfolios zu unterschiedlichen Risikoklassen kombiniert werden. Viele der Portfolios gibt es (fast) nirgendwo anders in vergleichbarer Form.

Konkret: Ende November hat Diversifikator zwei innovative Impact ETF-Portfolios und vier neue ESG ETF-Portfolios online gestellt. Zeitgleich wurden 8 konventionelle Portfolios eingestellt. Die meisten der eingestellten Portfolios wurden durch vergleichbare nachhaltige Portfolios ersetzt. Hier sind die Details:

12 Impact- und ESG Portfolios jetzt online

Alle Portfolios von Diversifikator folgen der RETRO-Investmentphilosophie. RETRO steht für regelbasiert, evidenzbasiert, transparent robust und optimierungsfrei. Die Details dazu finden sich im Diversifikatorbuch. Die Regeln werden jährlich überprüft und bei Bedarf angepasst.

Die im März 2016 gegründete Diversifikator GmbH ist zunächst mit drei ETF Portfolios gestartet, darunter das wohl weltweit erste öffentlich angebotene **ESG ETF-Portfolio** (vgl. Diversifikator: Neuer B-B „Semi-Robo“ – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com). Bis Mitte 2017 wurde das Angebot auf 11 ETF-Portfolios ausgebaut, davon drei nachhaltige.

Weitere ETF-Portfolios wurden bisher ausschließlich über Vermögensverwaltungspartner angeboten. Jetzt werden einige dieser Portfolios ebenfalls online gestellt. Dafür wird erstmals die Berechnung einiger Portfolios eingestellt.

Künftig werden 9 ETF-Portfolios online angeboten, von denen sieben nachhaltig sind. Die fünf seit 2016/2017 angeboten direkten Aktien ESG-Portfolios werden weiter online offeriert. Damit hat Diversifikator eines der breitesten öffentlichen Angebote nachhaltiger Portfolios in Deutschland.

Leicht höhere Aktienallokation

Die Allokation der meisten ETF-Portfolios ist aus dem Ende 2015 gestarteten **Weltmarktportfolio Basis** abgeleitet (vgl. Warum sich das Weltmarktportfolio so gut entwickelt – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com). Das Weltmarktportfolio Basis bildet die aggregierte Vermögensalloaktion aller Anleger weltweit mit ETFs nach und wird deshalb auch „most-passive“ bezeichnet.

Für 2021 wurde die Allokation der Multi-Asset Portfolios leicht angepasst. Die letzte verlässliche externe Messung der Allokation endet mit dem Jahr 2016. Seitdem hat sich die Allokation der Segmente im Weltmarktportfolio durch Renditeentwicklungen verändert.

Wir nehmen an, dass gerade Großanleger zu Jahresende auf ihre strategischen Allokationen Rebalanzierung und nutzen deshalb nur die Hälfte der Wertveränderungen für unsere Neuallokationen. Gegenüber Anfang 2019 bedeutet das nur geringe Allokationsänderungen. So sinkt die Immobilienquote von 12,5 auf 11,25%, die Rohstoffquote von 5 auf 4,25% und die Aktienquote erhöht sich dafür von 35 auf 37%. Die Anleihequote bleibt bei 42,5% und die Infrastrukturquote bei 5%.

Mit ca. 26 Prozent hat das Weltmarktportfolio Basis weiterhin einen relativ hohen Anteil an Immobilien, Rohstoffen, Infrastruktur und Private Equity. Mit dem **Alternatives ETF-Portfolio** kann man auch nur diesen Alternativesteil kaufen.

12 Impact- und ESG Portfolios: Nutzung mehrerer neuer ESG ETFs

Wie jedes Jahr wurden auch für 2021 alle ETFs systematisch überprüft, z.B. im Hinblick auf die passendsten Marktsegmentabdeckungen bzw. günstigere Lösungen. Im Weltmarktportfolio Basis wurde deshalb ein Infrastruktur- und ein Staatsanleihe-ETF ausgetauscht und im Alternatives ETF-Portfolio ein Infrastruktur ETF.

Im **ESG ETF-Portfolio** kam es erwartungsgemäß zu mehr Änderungen. So wurden für Aktien zwei besser passende und zwei in Bezug auf Ausschlusskriterien strengere ETFs gefunden. Mit einem neuen Infrastruktur ESG und einem globalen ETF für grüne Immobilienaktien und Real Estate Investment Trust konnten zwei bisher unbesetzte Allokation erstmals gefüllt werden. Das Portfolio besteht jetzt aus insgesamt 10 verantwortungsvollen ETFs.

Das neu online gestellt **ESG ETF Portfolio Bonds (EUR)** besteht aus insgesamt 9 ETFs, von denen erst drei in ausschüttenden Varianten zur Verfügung stehen. Wir hoffen, dass bei der nächsten Selektion Ende 2021 mehr ausschüttende ETFs für dieses genutzt werden können, um es noch konservativer zu machen.

Anders als im WMP Basis und werden hierfür auch kurzlaufende Anleihen genutzt. Wie alle ESG Anleiheallokation von Diversifikator sind aber keine Staatsanleihen enthalten. Dafür werden vergleichbar sichere Anleihen von multinationalen Entwicklungsbanken genutzt, von denen typischerweise viele nachhaltige Projekte finanziert werden.

Dieses Portfolio kann in Kombination mit den Aktienportfolios genutzt werden, um unterschiedliche Risikoanforderungen von Anlegern abzudecken.

12 Impact- und ESG Portfolios: ESG Details

Das breit diversifizierte ESG ETF-Portfolio läuft sehr erfolgreich seit Anfang 2016. Weil mit Qualitäts-Anleihen aber nur geringe Renditen möglich sind, werden jetzt zusätzlich drei **ESG ETF-Portfolios ex Bonds** veröffentlicht, die keine Anleihen enthalten. Das sind neben dem Basisportfolio eine ausschüttende Variante (Income) und eine Variante mit Trendfolgesteuerung (Trend). Andere ESG ETF-Portfolios werden auch weiterhin nur über Partner angeboten.

Die meisten Änderungen gab es im **SDG ETF-Portfolio**. Dazu wird in Kürze eine separater Blogbeitrag veröffentlicht. Das Portfolio ist auf eine positive Wirkung (Impact) ausgerichtet (vgl. https://prof-soehnholz.com/absolute-und-relative-impact-investing-und-additionalitaet/). Es setzt sich aus 16 Themen-ETFs zusammen, die möglichst im Einklang mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) stehen. Es gibt es zusätzlich auch eine Variante mit Trendfolgesteuerung. Solche Portfolios werden bisher noch nirgendwo anders öffentlich angeboten.

Trendfolgeänderungen

Regeländerungen gab es vor allem bei der Trendfolge (vgl. Risikomanagement: Aktiv ist schlechter als passiv (Robo-Advice) – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-

soehnholz.com). Bisher wurden Kauf- und Verkaufssignale auf Basis der Performance im Vergleich zum durchschnittlichen 200-Tage Kurs genutzt. Dieses Vorgehen hat sich einschließlich der Finanzmarktkrise 2008 gut bewährt und wurde ursprünglich auch deshalb ausgewählt, weil es mit relativ wenigen Handelsaktivitäten bzw. -kosten verbunden ist. Seitdem sind die Transaktionskosten auch für Privatanleger stark gesunken und die Geldanlagemärkte sind schnelllebiger geworden. Deshalb wurde die Trendfolge jetzt auf den ebenfalls bewährten 40-Tage Durchschnitt umgestellt.

Bisher wurden die relativ seltenen Signale aus Risikodiversifikationsgründen auf ETF-Ebene erzeugt und umgesetzt. Künftig wird mit dem Weltaktienmarkt nur noch ein Signalgeber genutzt. Das führt zu einer einfacheren Umsetzung, weil Signale für weniger Handelstage erzeugt werden. Dieses Vorgehen sollte zudem die Anzahl von Fehlsignalen reduzieren und trotzdem bei breiten Marktkrisen vor zu hohen Verlusten schützen und einen relativ schnellen Wiedereinstieg unterstützen.

12 Impact- und ESG Portfolios: Begründungen für die acht erstmaligen Portfolioeinstellungen

Die nicht weiter berechneten Portfolios wurden in der Vergangenheit nur wenig nachgefragt. Aber es gibt weitere Einstellungsgründe. Die gemischten **ESG ETF-Portfolio Trend** und **Weltmarktportfolio Basis Trend** kombinieren Trendfolge mit nahezu renditelosen Anleihen und haben deshalb zu geringe Renditepotenziale. Die **Weltmarktportfolios Basis Income, WMP S, WMP Stars** und **WMP S ex Bonds** werden eingestellt, weil sie inzwischen gut durch vergleichbare ESG ETF-Portfolios ersetzt werden können. Das **Equity Income (EW) ETF-Portfolio** wird eingestellt, weil der bisherige Vermögensverwalterkunde dafür sein Geschäft aufgegeben hat. Und das **Islamic ETF-Portfolio** wird nicht mehr angeboten, weil es immer noch zu wenige Islamische ETFs gibt und eine Änderung nicht absehbar ist (zur Performance aller Portfolios vgl. z.B. ESG-Portfolios 1-9/20: Deutsche Aktien performen besonders gut – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Portfoliodetails nicht mehr frei zugänglich

Seit der Gründung haben wir alle Portfoliodetails tagesaktuell frei zugänglich online gestellt. So wollten wir den „barrierefreien“ Zugang zu unseren Portfolios und damit nachhaltige Investments insgesamt fördern. Das hat uns bisher mehr geschadet als genutzt. Unsere Umsätze mit Selbstbedienern, die für die Nutzung unserer Portfolios bezahlen, sind sehr gering. Andererseits haben einige Vermögensverwalter und Vermittler uns deutlich gemacht, dass sie unsere Portfolios nur nutzen werden, wenn der freie Zugang zu diesen eingestellt wird. Ab sofort werden wir Portfoliodetails deshalb nur noch an registrierte Nutzer bzw. auf explizite Anforderung herausgeben. Die AGB wurden entsprechend angepasst.

Die hier genannten Änderungen sind in das überarbeitete Diversifikator Buch aufgenommen worden. Mehrere der Portfolios sind zu ähnlichen Konditionen wie bei Diversifikator aber inklusive Beratung und Verwaltung bei der Deutschen Wertpapiertreuhand erhältlich.

IMPACT ETF PORTFOLIO +18% IN 2020 (1-2021)

Das Ende 2019 gestartete Impact bzw. SDG ETF-Portfolio hat sich im schwierigen Kapitalmarktjahr 2020 mit +18% besonders gut entwickelt (SDG steht für die Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen). Mit +15% lief auch das Deutsche Aktien ESG Portfolio besonders gut (ESG steht für Environmental, Social und Governance).

Hier ist die Grobanalyse der 2020er Renditen für die 15 nachhaltigen und zwei traditionellen Portfolios von Diversifikator, die auf www.diversifikator.com online stehen:

Traditionelle passive Allokationsportfolios weiter durch negative Alternativesentwicklung beeinflusst

Die Performance der Multi-Asset Portfolios von Diversifikator ist in den letzten Jahren relativ stark durch die verhältnismäßig hohe Allokation von ca. 30% „liquiden Alternatives" beeinflusst worden. Diese Allokation entspricht in etwa der gemessenen aggregierten Alloaktion aller Kapitalanleger weltweit zu alternativen Anlagen (siehe auf längere Sicht z.B. https://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/). Sie wird vor allem mit Immobilienaktien- und Infrastrukturaktien-ETFs umgesetzt.

So weist das aus 13 ETFs bestehende **Alternatives ETF-Portfolio** mit -11% weiterhin hohe Verluste aus. Über zwei Jahre liegt es zwar bei +11%, damit aber immer noch etwa 25 Prozentpunkte hinter einer breiten Aktien ETF Benchmark.

In 2020 liegen aktive gemanagte Mischfonds (Median) bei +3% und das breit diversifizierte **Weltmarktportfolio (WMP) Basis** bei -2%. Für die letzten 24 Monate weist das WMP Basis mit +20% im Vergleich zu +16% für flexible Mischfonds aber ein sehr gutes Ergebnis auf.

Gute passive Allokationsbenchmarks gibt es nicht (vgl. https://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/). Aber andere passive Allokationsportfolios waren 2020 besser als das WMP Basis. So haben der Arero Fonds, der Lyxor Portfolio Strategy ETF und der Xtrackers Portfoliofonds alle ca. 3% Plus gemacht. Über 24 Monate liegt Arero bei +22%, Lyxor bei +23% und xtrackers bei +27%.

Die im Dezember 2020 zu Gunsten von nachhaltigen Portfolios eingestellten traditionellen Portfolios von Diversifikator hatten bis zum Auflösungszeitpunkt überwiegend relativ gute Renditen im Vergleich zu aktiven Fonds (vgl. ESG-Portfolios 1-9/20: Deutsche Aktien performen besonders gut – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Impact ETF Portfolio: Nachhaltige ETF Portfolios mit guter Performance

Das inzwischen relativ breit gestreute **ESG ETF-Portfolio,** das ebenfalls Immobilienaktien enthält, kann mit +3% aber mit diesen traditionellen passiven Portfolios mithalten. Auf 24 Monate liegt das ESG ETF-Portfolio bei +23% und damit genauso gut wie traditionelle Portfolio-ETFs und erheblich besser als aktiv gemanagte Mischfonds (+16%).

Das neue **ESG ETF-Portfolio ex Bonds** hat 2020 +5% erreicht. Das ist etwa so gut wie traditionelle globale ETFs aber schlechter als aktiv gemanagte nicht-nachhaltige Aktienfonds (+9%). Das ebenfalls neue **ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend** hat 2020 -2% verloren. Das ist schlechter als das vergleichbare Portfolio ohne Trendfolge (+5%). Aber fast alle Trendfolgeansätze hatten es in den letzten Jahren sehr schwer, positive Renditen zu erreichen. Der Veri ETF-Dachfonds zum Beispiel hat 2020 ca. -7% verloren.

Das ebenfalls neue **ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)** hat 2020 mit +2% rentiert. Das ist etwas schlechter als globale und in Euro gehedgte Anleihe ETFs (ca. +4%).

Besonders erfreulich war die Entwicklung des Impact bzw. **SDG ETF-Portfolios** (vgl. SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com). Dieses hat in seinem ersten Jahr 18% an Wert gewonnen und damit doppelt so viel wie ein typischer aktiv gemanagter Aktienfonds bei vergleichbaren zwischenzeitlichen Verlusten (-34%).

Einige Kunden haben dieses Portfolio in unterschiedlichen Kombinationen mit dem ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) gekauft. In einer 50/50 Kombination hätte man damit in 2020 +10% gemacht, was erheblich besser als aktiv gemanagte Mischfonds (+3%) aber auch als passive traditionelle ETF-Mischungen liegt liegt.

Impact ETF Portfolio: Direkte strenge ESG Aktienportfolios mit sehr guter Performance

In 2020 hat das **Global Equities ESG** Portfolio mit +1% etwas schlechter als die +5% der breiten Weltaktien ETF Benchmark und erheblich schlechter als die +9% für den Median-Aktienfonds abgeschnitten. Der Renditenachteil resultiert aus dem ersten Quartal und ist vor allem auf relativ niedrige Allokationen zu Technologietiteln und Largecaps zurückzuführen.

Über 24 Monate gilt das aber nicht mehr. In der Periode liegt das **Global Equities ESG Portfolio** bei +35%, die ETF-Benchmark bei +36% und aktive Aktienfonds bei +37%. Das aus nur aus 5 Titeln bestehende **Global Equities ESG Portfolio S** hat 2020 +3% gewonnen und über 24 Monate sogar +47% erreicht.

Das **Deutsche Aktien ESG Portfolio** hat 2020 +15% und über 24 Monate +43% gewonnen. Eine 50/50 DAX/M-DAX ETF-Mischung hätte in 2020 +6% und über 24 Monate +36% zugelegt. Der durchschnittliche Standardwerte-Aktienfonds ist 2020 um +3% und über 24 Monate nur um +28% gestiegen.

Das **Infrastructure ESG Portfolio** hat 2020 -4% und über 24 Monate +25% erreicht. Ein ishares ETF auf einen Global Infrastructure Index hätte -10% in 2020 und +10% über 24 Monate gebracht. In 2020 hätte der Median Infrastrukturfonds -11% verloren. In 2019 gab es diese Gruppe bei Morningstar noch nicht.

Der **Real Estate ESG Portfolio** hat 2020 -16% verloren und steht über 24 Monate bei +22%. Der durchschnittliche globale Immobilienaktienfonds hat 2020 -13% gemacht. Der globale

SPDR Dow Jones Global Real Estate ETF hat in 2020 -19% verloren und über 24 Monate nur +1% gewonnen.

Impact ETF Portfolio: Drei weitere SDG Portfolios jetzt online

Das **Global Equities ESG SDG** wird bereits seit Ende 2017 und das **Global Equities ESG Income** seit Ende 2019 berechnet. Sie standen bisher aber noch nicht online. Die Dividendenorientierte Selektion des Incomeportfolios hat sich in 2020 nicht bewährt und -9% verloren. Das globale ESG SDG Aktienportfolio hat 2019 +30% und in 2020 +4% Rendite erreicht und liegt damit über zwei Jahre etwa so gut wie viel breiter gestreute traditionelle aktiv gemanagte Aktienfonds oder ETFs.

Das **Global Equities ESG SDG Trend** Portfolio dagegen ist ganz neu, deshalb sind noch keine Performancedaten verfügbar.

Das **Impact plus ESG Mischfondsportfolio** hätte in 2020 -0,5% verloren, nachdem 2019 +21% Gewinn erreicht worden wären. Damit liegt es in 2020 schlechter als aktive oder passive Mischportfolios, über beide Jahre aber besser als aktiv gemanagte Mischfonds und auch als eine Aktien/Cash Kombination (vgl. Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Zusammenfassung

Es macht teilweise einen erheblichen Unterschied, ob man ein Portfolio mit einer passiven Benchmark oder der durchschnittlichen Performance aktiv gemanagter Fonds vergleicht. Auch die genutzte Vergleichsperiode kann einen großen Unterschied machen.

Diversifikators **traditionelle Multi-Asset Portfolios** haben sich in den letzten Jahren besser als aktive Fonds aber etwas schlechter als Portfolio-ETFs entwickelt. Die **ESG ETF-Portfolios** haben dagegen – mit Ausnahme des herausragenden **SDG ETF-Portfolios** – überwiegend wie traditionelle ETF-Portfolios performt.

Die streng verantwortungsvollen direkten **ESG Aktienportfolios** haben sich 2020 relativ gut und vor allem seit Jahresanfang 2019 sehr gut entwickelt. Das gilt vor allem für die auf deutsche Aktien und -relativ gesehen- Infrastrukturaktien spezialisierten Portfolios (vgl. https://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/).

Damit hat sich die auf standardisierten und möglichst einfachen Regeln und vor allem die streng an ESG und SDG Kriterien ausgerichtete ETF- und Aktienselektion von Diversifikator sehr bewährt.

Details zu allen Regeln und Portfolios siehe Das-Diversifikator-Buch.pdf.

CONSCIOUS FINTECH? 5 JAHRE DIVERSIFIKATOR (1-2021)

Conscious Fintech steht für die Nutzung von Finanztechnologie zur Förderung von Nachhaltigkeit. Das trifft auf mein jetzt 5 Jahre junges Unternehmen zu: Diversifikator bietet vor allem ESG und SDG Modellportfolios online an. Dabei steht ESG steht für Environmental, Social und Governanceaspekte und SDG für Sustainable Development Goals. Das sind die nachhaltigen Entwicklungsziele, die 2015 von den Vereinten Nationen verabschiedet wurden.

Im Folgenden zeige ich, wie sich meine persönlichen Aktivitäten im Nachhaltigkeits- und Fintechbereich in den letzten Jahren entwickelt haben. Dazu gehören natürlich auch Widerstände, die ich überwinden musste.

Heute bietet mein Unternehmen Diversifikator 5 konsequente SDG und 13 strenge ESG aber nur noch 2 traditionelle Portfolios öffentlich an:

Mein Responsible Investment Start von 2008 bis 2011

Mein erstes Nachhaltigkeitsportfolio war ein geschlossener Private Equity Dachfonds für vermögende Anleger. Von 2009 bis 2013 hat sich dieser Dachfonds an mehreren institutionellen Infrastrukturfonds mit Fokus auf erneuerbare Energien beteiligt.

Der Fonds wurde im Juni 2008 auf Initiative einer damaligen Kollegin entwickelt. Durch die Finanzkrise war das Marktumfeld schwierig. Hinzu kam, dass Nachhaltigkeit in Verbindung mit alternativen Investments sehr neu und damit erklärungsbedürftig war.

Ab 2008 habe ich mich stärker mit traditionellen Anlageklassen beschäftigt. Auch in dem 2010 gemeinsam mit zwei anderen ehemaligen Kollegen veröffentlichten Buch „Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion“ kam ESG nur an einer Stelle kurz vor. Das hat sich geändert. Seit 2014 schreibe ich vor allem über verantwortungsvolle bzw. nachhaltige Investments (vgl. Publikationen von Dirk Soehnholz (prof-soehnholz.com).

Der ESG Faktoransatz von 2012 bis 2015

Nach meinem Wechsel zu einem neuen Arbeitgeber im Jahr 2012, habe ich das Thema ESG weit oben auf meine Agenda gesetzt. Das traditionell ausgerichtete Portfoliomanagementteam und auch der Aufsichtsrat meines neuen Arbeitgebers verlangten allerdings Belege dafür, dass ESG zu einer positiven Perfomance beiträgt.

2012 gab es erst wenig quantitatives Research zum Thema ESG. In einem aufwändigen Prozess habe ich einen geeigneten ESG Datenanbieter ausgesucht, um eigene Analysen durchführen zu können. Unsere Wahl fiel auf ein spezialisiertes Researchhaus, das mit über 3000 Aktien ein zum damaligen Zeitpunkt relativ breites Universum mit ausreichender Datenhistorie liefern konnte.

Unsere Analysen und später auch externe Studien ergaben, dass Unternehmensführung bzw.

Governance ein besonders guter Faktor sein könnte, um Portfoliorisiken zu senken. Ergebnis war die wohl erste Veröffentlichung, die quantitativ nicht nur einen einzigen Governancefaktor, sondern mehrere Unterfaktoren wie „Unabhängigkeit des Aufsichtsrates“ oder „Frauenquoten“ genutzt hat (vgl. hier). Ich durfte unser Arbeitspapier sogar auf der Academic Network Konferenz der Principles for Responsible Investment in Montreal vorstellen.

Aber selbst mit anspruchsvollen quantitativen Ansätzen kann nicht bewiesen werden, dass ESG oder Governance zu Outperformance führt. Deshalb wurden Governanceratings ab Mitte 2013 zwar für die Aktienselektion genutzt, allerdings wurden die Ratings nur gering gewichtet. Das fand ich unbefriedigend.

Conscious Fintech: ESG First von 2015 bis 2020

Ab Ende 2015 habe ich die Gründung meines eigenen Unternehmens Diversifikator vorbereitet. Die ersten drei Portfolios werden seit Anfang 2016 berechnet und Mitte Februar 2016 frei zugänglich online gestellt.

Mein wichtigstes Portfolio war zunächst das Weltmarktportfolio, mit dem eine neuartige kapitalmarktgewichtete „most-passive“ Allokation zu Aktien, Anleihen und börsennotierten alternativen Anlagen umgesetzt wurde. Zeitgleich habe ich ein Portfolio aus möglichst streng nachhaltigen ETFs gestartet. Das war das wohl erste derartige Portfolio weltweit.

Bei der Suche nach konsequent nachhaltigen ETFs für dieses ESG ETF-Portfolio stellte ich fest, dass es für Immobilien und Infrastruktur keinen einzigen verantwortungsvollen ETF gab. Sogar die strengsten Socially Responsible Investment ETFs enthielten noch viele Wertpapiere, die in einem verantwortungsvollen Investmentportfolio nicht gern gesehen werden. Das liegt vor allem daran, dass diese ETFs nur sehr wenig von ihren traditionellen Vergleichsindizes abweichen sollen.

Entgegen meiner ursprünglichen Planung, in der nur ETF-Portfolios vorgesehen waren, habe ich deshalb zusätzlich direkte Aktienportfolios entwickelt. Mein Ziel war es, Aktien vor allem nach Nachhaltigkeitskriterien auszusuchen. Außer Mindestkapitalisierung und -Liquidität wurde nur noch ein einfaches Verlustmaß als traditionelles Aktienselektionskriterium genutzt. Ich habe explizit auf weitere typische traditionelle Selektionskriterien wie fundamentale oder statistische Faktoren verzichtet. So konnten besonders viele und strenge Ausschlüsse und hohe Anforderungen an ESG-Ratings genutzt und trotzdem noch ausreichend diversifizierte Portfolios gebildet werden.

Besonders wichtig waren mir umfassende Ausschlüsse und separate Mindestanforderungen für Umweltrating, Sozialratings und Governanceratings. Damit soll verhindert werden, dass eine gute Unternehmensführung ein schlechtes ökologisches oder soziales Verhalten kompensieren kann. Außerdem habe ich einen Best-of-Universe Ansatz genutzt. Dabei werden nur Aktien selektiert, welche – unabhängig von ihrer Branche – die besten E, S und G Ratings haben. Dagegen werden für die meisten ESG Portfolios am Markt Best-in-Class Ansätze genutzt. Dabei können z.B. die Ölproduzenten mit den relativ besten Umweltratings in ein Portfolio kommen, die bei einem Best-in-Universe Ansatz ausgeschlossen würden.

Die ersten drei non-ETF-Portfolios wurden für deutsche Aktien, Infrastrukturaktien und Immobilienaktien entwickelt, da es im Jahr 2016 noch für keines dieser Segmente einen nachhaltigen ETF gab. Ab Mitte 2017 habe ich mehrere weitere Länder- und Branchenportfolios entwickelt. Seit Ende 2017 hat Diversifikator bereits erheblich mehr nachhaltige als traditionelle Portfolios im Angebot (vgl. hier). Allerdings haben wir nicht alle Portfolios sofort online gestellt, um die schon sehr umfangreiche Webseite (vgl. z.B. hier) nicht zu überladen. Ende 2020 wurde der Claim auf „Pure ESG & SDG Portfolios“ geändert. Zeitgleich haben wir die Webseite von Diversifikator überarbeitet. Damit standen erstmals mehr ESG- als traditionelle Portfolios auf der Webseite (vgl. 12 Impact- und ESG Portfolios online – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Conscious Fintech: SDG First ab 2021

2015 haben die sich Vereinten Nationen 17 wichtige nachhaltige Entwicklungsziele (SDG) gesetzt, wie Reduktion von Armut und Nahrungsmittelknappheit. Mein erstes an den SDG ausgerichtete Portfolio habe ich Mitte 2017 fertig gestellt.

Dafür habe ich SDG Daten gesucht. Allerdings konnten 2017 nur sehr wenige Dienstleister SDG-bezogene Daten liefern. Oft haben sie nur ESG-Daten anders kombiniert, was mir keinen Zusatznutzen brachte.

Deshalb habe ich einen eigenen Ansatz entwickelt. Dafür habe ich SDG-relevante Unternehmenssegmente wie Gesundheit, erneuerbare Energien und Infrastruktur definiert. Aus diesen Segmenten wähle ich die Aktien von Unternehmen mit den besten ESG Ratings aus. Wie bei den reinen ESG Portfolios nutze ich dafür ein Best-of-Universe Ansatz. Zusätzlich wende ich strenge Ausschlüsse an.

Das so gebildete Global Equities ESG SDG Portfolio hat sich – trotz einer relativ hohen Konzentration auf wenige Branchen – seit Ende 2018 renditemäßig ganz ähnlich wie ein nur schwer zu schlagender traditioneller Weltaktien-ETF entwickelt. Die Risikokennzahlen sind sogar besser als bei einem traditionelle ETF. Zusätzlich wurde Ende 2019 eine auf Dividendenausschüttungen ausgerichtete Variante für Stiftungen und Ende 2020 auch eine risikogesteuerte Variante entwickelt. Damit stehen aktuell drei Global Equities ESG SDG Portfolios online.

Für einen Vermögensverwalter wurde 2018 zudem ein ebenfalls branchen- und themenorientiertes SDG ETF Portfolio entwickelt (vgl. SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com). Dieses Portfolio wird seit Ende 2019 regelmäßig berechnet und war renditemäßig mit knapp 18% das beste Portfolio im Jahr 2020 (vgl. Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com). Auch dieses Portfolio wird seit Ende 2020 zusätzlich mit einer Risikosteuerung angeboten. Aktuell sind so 5 der 17 Onlineportfolios auf SDG fokussiert. Das ist zwar noch weniger als die insgesamt 15 ESG Portfolios aber ich erwarte, dass sich Anlegernachfrage und meine Marketingaktivitäten vor allem auf die SDG Portfolios fokussieren werden.

Conscious Fintech: Kontinuierliche Verschärfung der Nachhaltigkeitsanforderungen

Meine Nachhaltigkeitsanforderungen habe ich seit Anfang 2016 im Diversifikatorbuch veröffentlicht. 2015 gab es nur Regeln für die Allokation und Selektion möglichst streng nachhaltiger ETFs für das ESG ETF-Portfolio. Diese Regeln haben sich seitdem kaum verändert. Zwar ist die Zahl nachhaltiger ETFs stark angestiegen, aber nur sehr wenige neuere ETFs hatten strengere ESG-Anforderungen.

2017 kamen Regeln für die Selektion von Aktien hinzu. Ich konnte meine ESG Anforderungen für Aktien fast in jedem Jahr erhöhen, weil für immer mehr Unternehmen ESG Ratings erstellt wurden. Der Wechsel zu einem Ratinganbieter mit aktuell knapp 30.000 Aktien hat mein Selektionsuniversum nochmals deutlich vergrößert.

Auf der Basis dieser Erfahrungen habe ich 2018 das Klassifizierungsdokument für nachhaltige Geldanlagen und 2019 das Policies for Reponsible Investments Konzept für die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA PRISC) entwickelt.

Für meine eigene Anlagepolitik nutze ich 5 der 8 Kategorien des Tools. Die Kriterien Stimmrechtsausübung, Engagement und Incidents nutze ich nicht. Durch meine Recherchen für den Beitrag „Divestments bewirken mehr als Stimmrechtsausübungen oder Engagement“ (in „Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken“ von CRIC Corporate Responsibility Interface Center vom Dezember 2020) hat sich diese Einschätzung weiter gefestigt.

Nachdem ich bis Ende 2020 die ersten 5 Kategorien vom DVFA PRISC Tool gleichgewichtet genutzt hatte, habe ich seit Jahresende 2020 das Impactgewicht auf 40% erhöht. Die vier anderen Kategorien (Ausschlüsse, ESG Messmethode, Best-In-Ansatz und ESG Top %) gewichte ich jetzt mit jeweils 15% Prozent (vgl. Kapitel 6.12. im Diversifikatorbuch). Der Grund dafür ist, dass sich mein branchen- und themenorientierter Top-Down Ansatz bewährt hat.

Die DVFA PRISC Nachhaltigkeitscores für Portfolios von Diversifikator finden sich jetzt erstmals auf der Webseite (siehe neuer „Portfolioüberblick“). Die drei neuen ESG SDG Portfolios erreichen dabei 100%: Meiner Meinung nach gehören sie zu den verantwortungsvollsten Geldanlageportfolios, die derzeit mit liquiden Investments umgesetzt werden können.

Conscious Fintech: Welche Schublade darf es sein?

Ich habe sehr früh davon gesprochen, dass mein Ansatz 80% anders ist. Das steht auch weiter so auf der Internetseite und wird dort auch begründet. Es ist trotzdem hilfreich, sich in eine Kategorie einzuordnen, um das Marketing zu erleichtern oder auch um bei Wettbewerben und Wettbewerbsvergleichen mitmachen zu können.

Diversifikator ist kein regulierter Finanzdienstleister. Deshalb passen auch die traditionellen Kategorien nicht: Anlageberater passt nicht zum No-Client-Data Ansatz. Vermögensverwalter passt nicht, weil kein Vermögen verwaltet wird. Portfoliomanager passt nicht, weil Portfolios nicht aktiv gemanagt werden. Finanzanalyst passt nicht, weil keine Wertpapieranalysen

veröffentlicht werden. Indexanbieter passt nicht, weil keine regulierten Finanzindizes angeboten werden. Finanzanlagenvermittler passt nicht, weil nichts vermittelt wird. Aber es gibt ja viele neue mögliche Kategorien.

Conscious Fintech: Die Fintech Schublade

Zur Zeit der Gründung von Diversifikator im Jahr 2015 wurden Fintechs, also Finanztechnologieunternehmen, als zunehmend attraktiv angesehen. Meine Services sollten vor allem online und weitestgehend automatisiert angeboten werden. Seit einigen Jahren werden Geschäftspartnern die Portfolios über APIs (Application Programming Interfaces) und die Diversifikatorwebseite als Private bzw. White Label Service angeboten. Die Kosten für Technik, speziell Daten und Informationstechnik, liegen bei über 50% der Gesamtkosten von Duversifikator.

Diversifikator kann als zurecht ein Fintech genannt werden. Allerdings gab es schon 2015 sehr viele unterschiedliche Ausprägungen von Fintechs, so dass eine Konkretisierung wichtig war.

Conscious Fintech: Die Robo-Advisor Schublade

Zum Start im Jahr 2016 war eine Einordnung in die Kategorie Robo-Advisor marketingtechnisch hilfreich. Diese Kategorie hat international Aufmerksamkeit gefunden, es gab aber nur sehr wenige deutsche Anbieter. Grundsätzlich passte diese Kategorie auch, denn Diversifikator bietet Geldanlageportfolios online an. Diversifikator wurde auch von der Stiftung Warentest in einem Robo-Advisorvergleich getestet.

Heute gelten aber meist nur noch regulierte Vermögensverwalter als echte Robo-Advisor. Diese bieten typischerweise nur ein einziges Basisportfolio aus ETFs an, das mit Anleihen zu mehreren Risikoklassen kombiniert wird. Dazu gehört auch, dass Anleger online ein neues Depot anlegen können (Onboarding). Sie müssen einige persönliche Fragen beantworten und erhalten dann angeblich optimal auf sie abgestimmte Portfolios. Robo-Advisors unterschieden sich untereinander dabei meist nur wenig in Bezug auf ihre Anlegeranalysen und Portfolioangebote.

Diversifikator ist deshalb kein typischer Robo-Advisor: Anleger können anonym bleiben, es wird kein angeblich für sie optimales Portfolio ermittelt, sondern sie können aus mehreren sehr unterschiedlichen Portfolios auswählen. Portfolios von Diversifikator können zudem bei jeder beliebigen Depotbank umgesetzt und auch in Bestandsdepots integriert werden.

Seit Anfang 2017 bietet Diversifikator nicht nur ETF- sondern auch Einzelaktienportfolios an. Diversifikator bietet zudem Portfolios an, die es woanders, also auch offline, nicht gibt. Diversifikators verantwortungsvolles ESG Angebot ist inzwischen wahrscheinlich eines der breitesten weltweit.

Conscious Fintech: Die Wealthtech, Advisortech und Advicetech Schubladen

Nach den Robo-Advisors wurde der etwas breitere Begriff der Wealthtechs auch bei deutschen Finanzprofis bekannter. Wealthtechs sind Technik- bzw. Onlineanbieter von Vermögensveraltungsservices. In den USA gibt es mehrere Wealthtech-Unterkategorien, z.B. Advisortech für auf Anlageberater fokussierte Anbieter und Advicetech für solche, die Endkunden im Fokus haben.

Externe sehen Diversifikator durchaus als ein Wealthtechunternehmen an. So haben wir sogar in 2019 und 2020 Auszeichnungen als eines der 100 innovativsten Wealthtechs der Welt bekommen.

Andererseits stehen für Diversifikator die Geldanlageportfolios eindeutig im Vordergrund. Die Technik wird nur bei Nutzung der Diversifikatorportfolios verkauft. Damit passt Wealthtech zwar etwas besser als Robo-Advisor, aber die Kategorie ist nicht ideal.

Die Concious Fintech Schublade oder die Green Fintech Schublade

Aus Marketinggründen wäre es schlau, sich in die aktuell zunehmend interessante Kategorie der Green bzw. Conscious Fintechs einzuordnen. Unter Green bzw. Conscious Fintechs verstehe ich die Nutzung von Finanztechnologie zur Förderung von (ökologischer) Nachhaltigkeit.

Das macht Diversifikator grundsätzlich auch. Da die Technik bei Diversifikator aber nicht im Vordergrund steht und nicht separat vermarktet wird, ist auch diese Zuordnung nicht ideal.

Conscious Model Portfolios: Eine neue Kategorie?

Diversifikator war und ist in erster Linie ein Modellportfolioanbieter. Die Portfolios werden on- und offline angeboten. Der Fokus liegt klar bei ESG und SDG, also nachhaltigen bzw. verantwortungsvollen Portfolios.

In den USA und Großbritannien sind Modellportfolios ein großer und stark wachsender Markt, denn Anbieter können gut an Modellportfolios verdienen (vgl. Anlageberater, Robo Advisors oder Modellportfolios: Wer wird gewinnen? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

In Deutschland gibt es diesen Markt aber nicht und viele interessieren sich allenfalls für kostenlose Modell- bzw. Musterportfolios. Deshalb ist eine Klassifizierung als Anbieter von Modellportfolios nicht attraktiv.

Allerdings wird es meines Erachtens künftig zunehmend Online-Modellportfoliomarktplätze geben. Auf diesen Marktplätzen werden Portfolios von unterschiedlichen professionellen Anbietern zugänglich sein. Die Marktplätze werden das Kunden-Onboarding übernehmen und automatisierte Investments anbieten.

United Signals war ein deutscher Anbieter eines professionellen Modellportfolio - Marktplatzes, ist aber mit diesem Angebot nicht mehr öffentlich aktiv. Inzwischen bieten

Depotbanken wie die BNP (DAB) und V-Bank solche Marktplätze an. Sie werden aber offenbar noch kaum genutzt.

Vielleicht passt für Diversifikator die (noch) nicht existierende Kategorie eines Conscious Model Portfolio Anbieters bzw. eines Anbieters verantwortungsvoller Modellportfolios am besten. Das ist aber sehr sperrig und nur schwer zu vermarkten.

ESG SDG: Sehr konsequente Aktienportfolios (2-2021)

ESG SDG: Bisher gibt es meist entweder Impact- oder ESG-Investments. Jetzt kann man eine konsequente Kombination von Impact + ESG zusammen kaufen. Zunächst die Begriffserklärung: Man kann zwischen drei Arten von Geldanlagen unterscheiden: Erstens traditionelle, primär gewinnorientierte Investments, zweitens solche, die neben Gewinnzielen auch Environmental, Social und Governance (ESG) Ziele verfolgen, und drittens Investments ohne primäre Gewinnziele, die möglichst viel positiven Impact erreichen wollen. Letztere sind oft an den Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen ausgerichtet. Meine SDG ESG Kombinationen passen in keine dieser Schubladen:

mpactinvestments: Oft nicht liquide

Vor allem Eigenkapital und Kredite für soziale und grüne Startups bzw. Projekte werden oft als Impact oder Mission Investments bezeichnet. Das sind Investments, die einen positiven sozialen oder ökologischen Beitrag liefern sollen. Viele der so finanzierten Projekte bzw. Unternehmen werden ökonomisch nicht erfolgreich. Selbst bei erfolgreichen Projekten kann oft viel Zeit bis zu den ersten nennenswerten Kapitalrückflüssen an Anleger vergehen, da meist viel Aufwand für Aufklärung/Marketing betrieben werden muss (s.a. Karen Wendt, Positive Impact Investments, Arbeitspapier, 11.12.2017, S. 7). Ausserdem sind solche Investments nicht liquide, d.h. man kann nicht jederzeit an sein Geld heran.

Börsennotierte Aktien und Anleihen sind dagegen grundsätzlich jederzeit zu verkaufen. Es gibt zum Beispiel einige liquide Mikrofinanzfonds, die allerdings meist nur geringe Renditepotenziale haben. Seit Kurzem gibt es auch Impactfonds, die sich oft an den Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen orientieren. Diese Fonds haben aber meist keine oder nur geringe ESG Anforderungen an ihre Wertpapiere.

Probleme vieler ESG-Ansätze und der PureESG Ansatz

Die meisten ESG Angebote am Markt nutzen vor allem ökonomische Kriterien für die Wertpapierselektion und zusätzlich meist nur wenige und/oder wenig strenge Ausschlüsse. Außerdem orientieren sie sich oft an traditionellen Indizes und versuchen deshalb, ähnliche Branchen- und Länderallokation zu haben. Das führt dazu, dass Unternehmen aus wenig nachhaltigen Branchen mit den branchenbezogen relativ besten ESG-Ratings (best-in-Class) in Portfolios aufgenommen werden. Anleger möchten aber eher die branchenunabhängig nachhaltigsten Wertpapiere in ihren Portfolios haben (Best-in-Universe). Außerdem nutzen viele Fonds aggregierte ESG Ratings. Dass kann dazu führen, dass eine gute Unternehmensgovernance ein schlechtes soziales oder ökologisches Rating kompensieren

kann.

Mein Unternehmen Diversifikator hat für seine ESG-Angebote die gleichen Gewinnziele wie für die traditionellen Angebote. Wir nennen die ESG Investments von Diversifikator sogar PureESG, weil die Wertpapierselektion (fast) nur anhand von ESG-Kriterien erfolgt und ökonomische Kriterien – bis auf maximale Verluste – keine Rolle spielen. Wir nutzen zudem separate E, S und G-Ratings und für alle Unternehmen gelten dieselben Mindestvoraussetzungen, um in die Portfolios aufgenommen zu werden (Best-in Universe).

ESG SDG: SDG als Basis

Für die Impact + ESG Portfolios von Diversifikator werden alle Aktiengesellschaften berücksichtigt, die einerseits den strengen ESG Kriterien entsprechen und andererseits auch einen positiven sozialen oder ökologischen Impact liefern können. Basis für die Impact Investments sind bei Diversifikator die 17 United Nations Sustainable Development Goals (SDG): No poverty, zero hunger, good health and well-being, quality education, gender equality, clean water and sanitation, affordable and clean energy, decent work and economic growth, industry, innovation and infrastructure, reduced inequalities, sustainable cities and communities, responsible consumption and production, climate action, life below water, life on land, peace, justice and strong institutions und partnerships for the goals.

Die SDG sind nicht als Basis für Geldanlagen gedacht gewesen. Aber mit ihrer Hilfe kann man Branchen bzw. Aktienmarktsegmente identifizieren, die für Impact Investments geeignet sein könnten. Dazu kann man sich zum Beispiel an der detaillierten Impact Investing Market Map der United Nations Principles for Responsible Investment vom August 2018 orientieren. Dieser Report führt insgesamt zehn relevante Marktsegmente auf: Energieeffizienz, grüne Gebäude, erneuerbare Energien, nachhaltige Land- und Forstwirtschaft, Wasser, bezahlbares Wohnen, Erziehung, Gesundheit, inklusive Finanzen. Zusätzlich nutzen wir auch die relativ neue neue Sustainable Development Investments Asset Owners Platform für die Identifikation interessanter Anlagesegmente.

Im Idealfall haben Impact Investments das Ziel, „Bedürftige“ zu unterstützen. Dabei sollten Services/Produkte angeboten werden, die von diesen bezahlbar sind. Zusätzlich sollen Services/Produkte angeboten werden, die „der Markt“ normalerweise nicht anbietet. Liquide (also meist große) börsennotierte Unternehmen sind jedoch „normale“ Kapitalmarktteilnehmer. Deshalb ist eine Selektion solcher Unternehmen für ein Impact bzw. SDG Portfolio nicht ideal.

Einige der 17 Ziele könnten durch gute Erfüllung von ESG Kriterien (z.B. gender equality, decent work and economic growth, innovation, responsible production) gefördert werden. Für andere SDG-Ziele wie „strong institutions“ gibt es gar keine passenden börsennotierten Aktiengesellschaften.

SDG: Fokus auf Gesundheit, erneuerbare Energien und mehr

SDG Reportings von Unternehmen und dementsprechend auch von bzw. externen

Datenanbietern (vgl. hier) sind sehr lückenhaft. Meist werden allenfalls geringe SDG-kompatible Umsätze oder Investitionen gemeldet. Deshalb können solche SDG-Reportings kaum für die Bildung konsequenter Impactportfolios genutzt werden. Auch SDG-Ratings, die zusätzlich auf externe Daten zugreifen, sind nicht besonders hilfreich, weil sie oft nur ESG-Ratingbestandteile nutzen und etwas anders aggregieren.

Wir haben deshalb ein anderes Vorgehen gewählt. Zunächst haben wir die besten Aktien anhand der oben genannten ESG Kriterien identifiziert (Details siehe Das Diversifikator Buch u.a. Kapitel 3.3.). Dabei haben wir uns auf die Länder beschränkt, die zu den 50% mit der besten Rechtssicherheit gehören. Insgesamt waren das in den letzten Jahren 400 bis 500 Aktien weltweit. Aus dieser Liste haben wir Unternehmen aus Branchen identifiziert, die uns am ehesten mit den 17 UN SDG Zielen im Einklang zu stehen scheinen (vgl. auch SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com):

– Gesundheitsförderung: Gesundheitswesen

– Umweltförderung, speziell erneuerbare Energieproduktion und relevante (elektrische) Infrastruktur, (monopolartige) öffentliche Transportangebote, v.a. Schienenverkehr (nicht jedoch private Fluggesellschaften), Forstwirtschaft, Wasserver- und –entsorger und Recyclingunternehmen

– Sonstige wie Telekommunikations-Infrastruktur (ab Ende 2019) und IT-Infrastruktur (ab Ende 2020), Wohnimmobilienunternehmen etc.

Dabei sind die Gründe für die Ergänzung um Telekommunikations- und IT-Infrastruktur, dass diese zu Kommunikationsverbesserungen führen, kollaborative und Heimarbeit fördern, Arbeitsbedingungen verbessern und Transportkosten verringern können. Privatwirtschaftliche Telekommunikationsdienstleister ohne Infrastrukturangebot werden aber ausgeklammert, weil viele von ihnen nicht nötig sind, um Telekommunikation zu ermöglichen.

Durch dieses Vorgehen werden nur Aktien selektiert, die ganz überwiegend Umsätze in den genannten Marktsegmenten haben. Dabei ist allerdings nicht sicher, dass alle Unternehmen der aufgeführten Branchen mit guten ESG-Beurteilungen auch einen nennenswerten positiven Impact bzw. Additionalität im Sinne der Prinzipien der Vereinten Nationen bringen.

ESG SDG: Externe Anforderungen werden weitestgehend erfüllt

Die Global Impact Investing Initiative (GIIN) fordert für Impact-Investments: Intentionalität, Evidence, Impact Performancemessung und -management sowie transparente Beiträge zum Wachstum von Impactinvestments.

Intentionalität ist mit unserem Ansatz aus unserer Sicht vorhanden (vgl. Conscious Fintech? 5 Jahre Diversifikator – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com). Mit der Evidence ist es schwieriger. Dazu muss man erst mal festlegen, wie Impact und seine Verbesserung gemessen werden. Da wir sowieso nur in die Aktien mit dem meisten Impact

investieren wollen, sind Verbesserung nur schwierig machbar. Wir halten einen solchen Ansatz für viel besser als in Aktien mit wenig Impact zu investieren, nur um im Anschluss eine Verbesserung vorweisen zu können. Konsequenterweise müsste ein solcher Ansatz Aktien mit viel Impact wieder verkaufen, um mit den Erlösen in Aktien mit wenig Impact und viel Nachholbedarf zu investieren.

Wir propagieren damit einen relativen Impactansatz: Wenn man in Aktien und Anleihen investiert, dann sollt man das so verantwortungsvoll wie möglich machen (vgl. Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)).

Durch die vollständige Regelbasiertheit, Transparenz und Publikation unseres Ansatzes entsprechen wir auch dem vierten GIIN Ziel der Transparenz.

ESG SDG: Investierbarer Indexansatz seit 2017

Mit dem Healthcare-ESG Index von Diversifikator wird der Bereich Gesundheitsförderung bereits seit 2017 abgedeckt. Anfang 2018 kam der Öko ESG-Index mit den oben unter Umweltförderung genannten Branchen hinzu. Dieser wurde aber Ende 2020 eingestellt, weil zum wiederholten Mal nicht genug Aktien für einen solchen strengen ESG-Index verfügbar waren.

Der seit Anfang 2018 berechnete SDG ESG Index vereint grundsätzlich den Gesundheits-, den Öko- und ab Ende 2020 auch einige Elemente des Infrastrukturindexes (sofern diese nicht auf Straßeninfrastruktur- oder Fluginfrastruktur fokussiert sind). Hinzu kommen Unternehmen mit Fokus auf IT-Infrastruktur und auf Förderung des Wohnungsbaus.

2021 setzt sich der SDG Index aus insgesamt 59 Unternehmen aus fast 30.000 untersuchten Aktien zusammen. Die 59 Unternehmen kommen vor allem aus dem Gesundheitswesen aber auch aus den Bereichen erneuerbare Energien und Infrastruktur.

Die aus dem SDG Index abgeleiteten SDG Portfolios beinhalten 30 Aktien. Das sind die jeweils 30 besten nach Governanceratings bzw. Dividendenstärke.

Alle Aktien in den Indizes und Portfolios werden zu Jahresbeginn gleich gewichtet. Wie bei allen ESG Indizes von Diversifikator werden jeweils am Jahresende die Regeln überprüft und neu angewendet und die Portfoliobestandteile auf das Ausgangsgleichgewicht rebalanziert.

ESG SDG: Trotz Konzentration Performance wie traditionelle globale Aktien-ETFs

Das Global Equities ESG SDG und das Global Equities ESG SDG Income Portfolio werden seit Anfang 2021 auf www.diversifikator.com veröffentlicht (vgl. Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Das Ende 2019 gestartet Dividendenorientierte Impact + ESG Portfolio hat in 2020 mit -8,9% keine gute Rendite gehabt. Allerdings hatten viele dividendenorientierte Portfolios 2020 keine

gute Performance.

Das Global Equities ESG SDG Portfolio hat dagegen +4% in 2020 erreicht. Seit Auflage 2018 hat es sogar etwas besser als ein breiter Weltaktien-ETF performt. Der strenge ESG Ansatz und der enge Branchenfokus haben also nicht geschadet.

ESG SDG: 2021 schon 3 Portfolios

2019 wurden Aktien aus dem Impactindex zudem mit Anleihen der selektierten Unternehmen und Anleihen von Entwicklungsbanken zu einem gemischten Portfolio für eine Privatbank kombiniert (vgl. Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Zwei der Impact + ESG Portfolios sind seit Anfang 2020 bei der Deutschen Wertpapiertreuhand GmbH erhältlich. Diese enthalten grundsätzlich die gleichen Aktien wie der Impact ESG Index, sofern dem nicht Umsetzungsbeschränkungen bei der jeweiligen Depotbank entgegenstehen. Das ist zum Beispiel für Titel aus bestimmten Ländern wie Malaysia oder Thailand der Fall.

Zusätzlich zu den bereits seit mehreren Jahren bestehenden fünf ESG Aktienportfolios für globale, deutsche, Infrastruktur- und Immobilienaktien werden seit Anfang 2021 drei weitere Portfolios öffentlich auf www.diversifikator.com angeboten.

Darunter ist neben dem ESG + Impact Dividendenportfolio auch ein Trendfolgeportfolio. Für die Signalgenerierung wird der 40 Tagedurchschnitt eines Weltaktien ETFs genutzt. Wenn das Kauf- oder Verkaufssignal am Folgetag bestätigt wird, werden alle Aktien im Portfolio ge- oder verkauft.

In Bezug auf die Impactregeln hat sich seit 2017 nur wenig geändert. Aus den knapp 500 Aktien, die unsere harten ESG Anforderungen erfüllen, werden top-down diejenigen selektiert, die überwiegend Aktivitäten verfolgen, die mit den 17 nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen kompatibel sind.

ESG SDG: 30 aus 500 und Portfoliodetails

Für das ESG + Impact Portfolio werden die Top 30 Unternehmen nach Governancerang selektiert. Das Global Equities ESG SDG Portfolio enthält, ebenso wie das Trendfolgeportfolio, ab Ende 2020 30 Titel, davon 7 aus den USA, 3 aus Deutschland aber keinen aus der Schweiz. 12 der Unternehmen sind in teilweise recht unterschiedlichen Gesundheitssegmenten aktiv. Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betrugen etwa 27 und 9 Milliarden Euro. Die größten Portfoliounternehmen nach Marktkapitalisierung sind United Health Group, Cisco, Anthem und Humana aus den USA. Mit weniger als 1,5 Milliarden Euro gehören zu geringsten kapitalisierten Unternehmen Adva Optical Networking aus Deutschland, Emis Group aus UK und Netcare aus Südafrika.

Für das ESG + Impact Incomeportfolio wurde nicht nur wie bisher die Dividendenhöhe der

letzten drei Jahre berücksichtigt, sondern auch, ob Dividenden ausgesetzt wurden. Das heißt, dass – unabhängig von der Dividendenhöhe – keine Unternehmen aufgenommen wurden, die ihre Zahlungen zeitweise ganz ausgesetzt hatten. Der Grund dafür ist, dass eine aktuelle Untersuchung gezeigt hat, dass sich das komplette Aussetzen von Dividendenzahlungen besonders nachteilig auswirken kann (vgl. Pettenuzzo et al. 2020).

Das Global Equities ESG SDG Income Portfolio enthält ebenfalls 30 Titel, davon 4 aus den USA und 3 aus Deutschland aber keinen aus der Schweiz. 10 sind aus unterschiedlichen Gesundheitssegmenten. Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betrugen etwa 25 und 9 Milliarden Euro.

ESG SDG: Noch kein ETF Portfolio möglich

Diversifikator bietet damit zwei Impact Portfoliokonzepte an: Eines basierend auf ETFs, und eines basierend auf Aktien. Das Impact ETF-Portfolio muss auf vorhandene ETFs zurückgreifen und daher erheblich mehr Kompromisse eingehen als das Impact ESG Aktienportfolio.

Für die fondsbasierte Vermögensverwaltung dürfen nur zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland zugelassene Fonds genutzt werden. Wir möchten dafür möglichst günstige Fonds nutzen, also vorzugsweise ETFs. Es ist naheliegend, für ein Impact ETF-Portfolio nur Impact-ETFs zu selektieren. Solche ETFs werden aber noch nicht öffentlich angeboten. Es gibt sogar nur wenige bekannte Impact-Indizes, auf die sich solche ETFs beziehen könnten. Und die Impact-Indizes, die es gibt, sind uns nicht konsequent genug.

So nehmen die Impact-Indizes von MSCI solche Unternehmen auf, die mindestens 50% ihres Umsatzes mit den folgenden Themen machen: Basic Needs, Empowerment, Climate Change, Natural Capital und Governance (siehe hier). Selbst wenn man annimmt, dass die genannten Segmente voll im Einklang mit den SDG stehen, können so bis zur Hälfte des Umsatzes der Indexbestandteile mit einem nicht-SDG-Fokus gemacht werden können. Insbesondere ist dabei unklar, ob dieser nicht-kompatible Umsatz sogar schädlich im Sinne der SDG sein könnte, z.B. wenn er mit zu viel CO2-Produktion verbunden wäre.

Ein Beispiel ist Johnson Matthey, die stark im Bereich der Metallrohstoffe und traditioneller Energie tätig sind. Auch Procter und Gamble gehören zu den Top 10 Positionen in Impactindex von MSCI (siehe hier). Das ist „verantwortungsvollen“ Anlegern nur schwer zu erklären.

Die meisten der von uns genutzten und mit den SDG kompatiblen Themen ETFs achten bei ihrer Titelsektion nicht auf gute ESG-Werte. Und wenn ESG beachtet wird, sind die Anforderungen relativ gering. Es ist deshalb auch kein Impact + ESG Ansatz.

Wir sind trotzdem überzeugt, dass auch unser ETF-Ansatz attraktiver ist als viele andere liquide Impactinvestments (vgl. Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com) und SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-

soehnholz.com).

VERANTWORTUNGSVOLLE GELDANLAGE KANN EINFACH, GÜNSTIG UND GUT SEIN (11-2017)

Oft wird angenommen, dass man bei sogenannten „guten“ Anlagen auf Rendite verzichten muss. Das stimmt aber nicht. Meistens bringen verantwortungsvolle Anlagen genauso gute Renditen ein wie andere Anlagen, wie viele wissenschaftliche Untersuchungen zeigen (siehe z.B. Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31).

Viele Bezeichnungen

Aber was sind verantwortungsvolle Anlagen? Verantwortungsvolle Anlagen werden auch als ESG-Anlagen bezeichnet. Dabei stehen die drei Buchstaben für Ecology/Ökologie, Social/Soziales und Governance/Unternehmensführung. Zusätzlich gibt es die Begriffe nachhaltige oder sustainable Investments, die sich beide meist eher auf die ökologische Dimension beziehen, und Socially Responsible Investments (SRI), die den sozialen Aspekt hervorheben. Manchmal wird auch von ethisch oder religiös basierten Investments gesprochen, wie sie z.B. von Kirchenbanken angeboten werden. Relativ neu sind sogenannte Impact Investitionen. Dabei werden Geldanlagen favorisiert, die positive Auswirkungen vor allem auf die Faktoren E und S haben sollten, z.B. Investitionen in erneuerbare Energien oder kostengünstige Bildung.

Einfache Klassifikationsmöglichkeit

Für Investmentprofis sind verantwortungsvolle Anlagen typischerweise solche, die möglichst wenig negative Auswirkungen auf Umwelt, Kunden, Mitarbeiter, Lieferanten, Investoren und Nachbarn bzw. Kommunen bzw. die Gesellschaft im Allgemeinen haben. So werden Waffenhersteller von vielen Anlegern ausgeschlossen. Im strengeren Sinn sind verantwortungsvolle Anlagen sogar positiv für einen oder mehrere der E,S oder G Dimensionen.

Aktive Fondsmanager und benchmarkorientierte Anleger sind skeptisch

Geldanlageverwalter sind oft negativ in Bezug auf ESG eingestellt, weil sie ihre Freiheit bei der Geldanlage nicht beschränken wollen. Bei weniger Anlagemöglichkeiten erwarten sie geringere Renditen für ihre Anleger oder höhere Risiken. Traditionelle Vermögensverwalter und Banken haben daher oft keine ESG-Anlagen im Angebot[141]. Wissenschaftlich ist das nicht unbedingt nachvollziehbar. Es gibt zum Beispiel zahlreiche Untersuchungen die zeigen, dass schon relativ wenige Aktien genügen, um eine ausreichend breite Streuung der Kapitalanlagen zu erreichen.

[141] http://prof-soehnholz.com/warum-privatkunden-noch-nicht-aktiv-nach-esg-portfolios-fragen/

Großanleger wie Versicherungen und andere Altersvorsorgeeinrichtungen haben ein anderes Problem mit verantwortungsvollen Anlagen. Ihre Anlageziele werden in Relation zu traditionellen Indizes festgelegt. So kann es heißen, dass für ihre Aktienanlagen eine ähnliche Performance wie für einen bekannten Weltaktienindex erreicht werden soll. Ein verantwortungsvolles Portfolio weicht aber sicher vom Weltaktienindex ab, weil einige der dort enthaltenen Branchen bzw. Unternehmen ausgeschlossen werden. Solche an traditionellen Indizes orientierte Kapitalanleger legen daher nicht gern verantwortungsvoll an, weil sie damit sicher Abweichungen zum Index haben, einen sogenannten Tracking Error.

ESG-Investments werden trotzdem populärer

Trotzdem nimmt die Nutzung von ESG Kriterien bei professionellen Anlegern zu. Diese setzen grundsätzlich gerne auf Unternehmen, die möglichst viel Soziales und für den Umweltschutz tun und auch sonst gut geführt werden, obwohl das zusätzliche Kosten verursachen kann. Solche Unternehmen haben aber tendenziell zufriedenere Kunden und Mitarbeiter. Mit der Nutzung von ESG-Kriterien wollen Profianleger aber vor allem Risiken vermeiden, die mit Investments in schlechte ESG-Titel verbunden sind. Unternehmen, die bei ESG Kriterien schlecht abschneiden, haben unter anderem Reputations- bzw. Skandalrisiken und werden daher als riskanter als Unternehmen eingeschätzt, die ordentlich bei ESG Kriterien abschneiden. Profianleger befürchten neben Verlusten mit schlechten ESG Titeln auch, dass ihre eigene Reputation unter schlechten ESG-Investments leiden kann, wenn solche Investments öffentlich werden.

Es gibt aber eine kleine Gruppe von Geldanlegern, die sogar bewusst in schlechte Unternehmen nach ESG Kriterien anlegen. Angeblich sollen solche Aktien von Sündenunternehmen wie Zigaretten- oder Alkoholherstellern oft besonders gut performen. Neue Untersuchungen zeigen aber, dass die Outperformance, sofern sie überhaupt vorhanden ist, nicht darauf zurückzuführen ist, dass es sich dabei um besonders unverantwortliche Unternehmen handelt, sondern auf andere Faktoren wie eine hohe Profitabilität (s. https://www.robeco.com/en/insights/2017/09/research-reveals-why-sin-stocks-outperform.html), die auch mit verantwortungsvollen Unternehmen erreicht werden kann.

Es gibt diversifizierte, liquide und günstige ESG-Anlagen

Wenn man verantwortungsvoll anlegen möchte, ist zunächst die Art der Investments festzulegen. Investments in einzelne Projekte bzw. Aktien können sehr riskant sein. Man sollte daher auch verantwortungsvolle Anlagen streuen. Dazu bieten sich Fonds an, die mehrere Anlagen zusammenfassen.

Geschlossene Fonds waren lange Zeit die vorherrschende Form der Anlage. Sie haben den Nachteil, dass sie Anlagegelder meist für relativ lange Zeit binden. Außerdem sind sie oft nur relativ wenig gestreut und teuer.

Offene Fonds, die in liquide Wertpapiere investieren, können typischerweise täglich verkauft werden und sind oft viel günstiger als geschlossene Fonds. Das gilt aber nicht für alle offenen verantwortlichen Fonds. Wenn Ausgabeaufschläge erhoben werden und Kosten von über 3 Prozent pro Jahr anfallen ist es sehr schwer für Anleger, attraktive Renditen zu erwirtschaften.

Inzwischen gibt es aber auch ETFs, also passive, diversifizierte und günstige Fonds für verantwortungsvolle Geldanlagen. Dabei handelt es sich ganz überwiegend um Aktien-ETFs, die ebenso wie normale Aktienfonds erheblichen Schwankungen unterliegen können. Auch die relativ neuen sogenannten Green-Bonds, also Anleihen, die nur ökologisch gute Projekte finanzieren sollen, können schon als ETF gekauft werden. Allerdings können auch Unternehmen, die nicht durchgängig sehr verantwortungsvoll sind, Green Bonds begeben. Die Anleihen sind daher nicht unumstritten.

Generell haben aktive Fondsmanager es schwer, passive ETFs zu schlagen. Es scheint so, als wenn auch aktive ESG-Fonds Schwierigkeiten haben, besser als passive ESG ETFs zu rentieren.

Neue diversifizierte Multi-ETF und Speziallösungen

Meine Firma Diversifikator hat Anfang 2016 als meines Wissens erster Anbieter ein Multi-ETF Portfolio gestartet, daß neben verantwortungsvollen Aktien-ETFs auch einen verantwortungsvollen Unternehmensanleihe-ETF umfasst. Zusätzlich gibt es ein Islamic-ETF Portfolio. Seit Anfang 2017 wird das ESG ETF-Portfolio auch mit Trendfolge-Risikosteuerung angeboten. Zur Risikoreduktion wird eine Beimischung von verantwortungsvollen Tages- bzw. kurzfristigem Termingeld empfohlen, das z.B. von Banken wie Triodos oder der GLS angeboten wird.

Bei spezialisierten Anlagen sind vor allem ESG-Dimensionen und Ausschlüsse zu beachten

Für Anleger in spezialisierte verantwortungsvolle Produkte ist vor allem wichtig zu beachten, ob alle oder nur einige E, S und G Dimensionen bei der Produktstrukturierung berücksichtigt werden.

In Deutschland sind zum Beispiel Investitionen in erneuerbare Energien sehr populär, die allerdings manchmal nur die Dimension „E“ befriedigend abdecken.

ESG Investment bauen typischerweise auf ESG-Analysen auf. Dabei werden teilweise über einhundert E, S und G Faktoren pro Unternehmen bzw. Projekt erfasst. Unterschiedliche ESG-Analysten bzw. ESG-Agenturen fassen diese Daten zu sogenannten ESG-Urteilen bzw. Ratings zusammen. Diese können konzeptionell recht unterschiedlich sein. Erste Untersuchungen zeigen aber, dass sich die besten und schlechtesten Unternehmen bei unterschiedlichen ESG- Analysten typischerweise kaum voneinander unterscheiden. Die Auswahl des ESG-Daten- bzw. Ratinganbieters ist daher offenbar nicht so wichtig.

ESG-Produkte unterscheiden sich eher nach dem Umfang von Ausschlüssen. Bei dem Indexanbieter MSCI zum Beispiel werden Unternehmen mit nennenswerten Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Atomenergie, Erwachsenenunterhaltung, genetisch veränderten Organismen (GMO), Glücksspiel, Tabak und Waffen ausgeschlossen.

Meine Firma Diversifikator schließt bei den direkten Aktienportfolios zusätzlich Unternehmen mit Haupttätigkeit im Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft, mit Tierversuchen und, vor allem um Kinderarbeit zu vermeiden, auch Aktien aus Ländern aus, die nicht zu den am stärksten entwickelten gehören.

Ähnlich wie bei den wissenschaftlichen Untersuchungen generell festgestellt, ist die Performance der meisten dieser Portfolios sehr gut.

ESG-Individualisierung jetzt auch für Privatkunden

Diversifikator bietet bald und meines Wissens als erster Portfolioanbieter auch zahlreiche individualisierbare passive ESG Portfolios aus Einzelaktien an. Das ist deshalb besonders wichtig, weil ESG- und selbst Impact-Indizes bzw. Portfolios Unternehmen enthalten können, die nicht unstrittig sind.

So enthält der MSCI Welt SRI Index Ende Oktober 2017 unter anderem die folgenden Top-Positionen:

MICROSOFT CORP
PROCTER & GAMBLE CO
INTEL CORP
CISCO SYSTEMS
ROCHE HOLDING GENUSS
DISNEY (WALT)
MCDONALD'S CORP
TOTAL
NVIDIA
SAP

Microsoft wird auch als „Datenkrake" bezeichnet, Procter & Gamble bietet nicht nur umweltfreundliche Produkte an und Roche Pharma ist auch nicht jedermanns Sache.

Kritik kann man sicher auch einigen der Top 10 Investments im MSCI Welt Impact üben:

JOHNSON MATTHEY
ABBVIE
UMICORE
SCHNEIDER ELECTRIC
SEKISUI HOUSE
GILEAD SCIENCES
EAST JAPAN RAILWAY CO
VESTAS WIND SYSTEMS
PEARSON
PROCTER & GAMBLE CO

Fazit: Besser „gut" investieren

Bei verantwortungsvollen Anlagen gibt es keine objektiv richtigen Kriterien. Auch quantitativ findet man keine einzelnen signifikanten Kriterien, mit denen man besonders gute Performance erreichen kann[142]. Wenn man aber darauf achtet, dass die Wertpapiere nach E, S und G Kriterien nicht zu den schlechtesten gehören, kann man sogar attraktive Renditen bei vertretbaren Risiken erreichen. Und wenn mehr Geld nach ESG-Kriterien angelegt wird, werden Unternehmen hoffentlich dazu angeregt, sich zu verbessern und das ESG-Niveau steigt im Laufe der Zeit. So steht ESG für **E**infach **S**uper **G**ut.

Bedroht die EU (ESG) Regulierung aktives Assetmanagement? (2-2018)

Ende Januar 2018 hat eine offiziell von der Europäische Kommission gebildete Expertengruppe ihre Ratschläge vorgelegt („EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance“ (HLG)). Sie sollte Ratschläge entwickeln, wie Geldflüsse in nachhaltige Investments gelenkt werden können und was Finanzinstitutionen und Regulatoren unternehmen sollten, um das Finanzsystem von Nachhaltigkeitsrisiken zu schützen (S. 5 des Reports).

In dem Report wird Folgendes thematisiert:

1. Ein Klassifizierungssystem (Taxonomy) um Klarheit zu schaffen, was Nachhaltigkeit bedeutet

2. Anlegerpflichten in Bezug auf die Erreichung eines nachhaltigeren Finanzsystems

3. Die Transparenz von Finanzinstitutionen und Unternehmen in Bezug auf die Nachhaltigkeit ihrer Entscheidungen zu erhöhen

4. Ein EU-weites "Label" für grüne Investmentfonds

5. Wie europäische Aufsichtsbehörden Nachhaltigkeit berücksichtigen sollen

6. Ein europäischer Standard für grüne Anleihen

Darüber will die Europäische Kommission in Kürze entscheiden (s. EU Pressenotiz vom 31.1.2018).

Konsequent umgesetzt könnten die Empfehlungen dazu führen, dass „aktives“ Assetmanagement eingeschränkt würde und Finanzierungen für Unternehmen aus kritischen

[142] http://prof-soehnholz.com/fonds-pri-academic-esg-responsible-investment-research-quantitativ

Branchen bzw. mit schlechten ESG Ratings teurer würden. Der Report hat auch weitere Schwächen.

Die High Level Group (HLG) fordert, dass ESG Kriterien bei der Kapitalanlage berücksichtigt werden sollen. Sie sagt aber wenig dazu, wie das in der Praxis erfolgen soll.

Verlässliche ESG Ratings gibt es nur für liquide Aktien und Anleihen

Für Aktien und Anleihen gibt es inzwischen zahlreiche „Sustainability Rating Agencies". Diese liefern nach teils recht unterschiedlichen Methoden Ratings für inzwischen tausende von liquiden Aktien und Anleihen weltweit. Für Small-Caps, kleine Anleihen und vor allem alternative bzw. illiquide Investments gibt es jedoch kaum verlässliche ESG Ratings. Das wird im Report vernachlässigt. Vorgaben sollten sich daher zunächst auf liquide Aktien und Anleihen beziehen. Und bevor ein regulatorisch vorgegebener Standard gefordert wird sollte man fragen, ob nicht eine Selbstregulierung möglich ist.

Was eine Standardisierung Anlegern, der Umwelt oder Sozialsystemen bringt, ist ebenfalls unklar. Typische ESG Ratings haben über einhundert Unterkriterien. Soll vorgeschrieben werden, welche genau genutzt werden und wie sie gerichtet werden sollen? Auf welcher Basis soll diese Vorgabe erfolgen?

Eine zusätzliche Nutzung von ESG Kriterien bringt Anlegern relativ wenig

Die Probleme der praktischen Umsetzung auch bei diesen Anlagen kann man anhand des folgenden Beispiels sehen:

Die Mehrheit der heute angebotenen Kapitalanlageprodukte sind „aktiv". Das heißt, dass Produktanbieter versuchen, passive Indizes zu schlagen. Dafür müssen sie von den Indizes abweichen. Um Indizes zu schlagen, wird oft auf angeblich bewährte Faktoren wie (relativ geringe) Unternehmensgröße, (relativ geringe) Unternehmensbewertung, Momentum oder „niedrige Volatilität" gesetzt. Wenn Produktanbieter gezwungen werden, zusätzlich ESG Kriterien zu berücksichtigen, werden sie ihre Anlagestrategien nicht komplett verändern wollen bzw. glaubwürdig verändern können.

Ein Anbieter und seine Kunden, die bisher auf die vier Faktoren „Small Cap", „Value", „Momentum" und „Low Voll" gesetzt haben, werden „ESG" im besten Fall zu einem Fünftel berücksichtigen. Sehr viele Produkte nutzen aber noch mehr als diese Faktoren mit denen sie versuchen, Kapitalanleger für ihre Produkte zu begeistern. ***Der Anteil der ESG Kriterien wird daher eher erheblich unter 20% liegen und damit kaum Einfluß ausüben - weder auf die Performance von Anlegern noch auf die Wertpapieremittenten.***

Für die Wertpapierselektion werden typischerweise die ESG Kriterien einer Sustainability Rating Agentur genutzt. Diese Agenturen berücksichtigen meist über einhundert einzelne ESG Kriterien. Nehmen wir an, E, S und G werden gleich gewichtet, dann hat E einen Anteil von 33,3% an den ESG-Selektionskriterien. Jedes einzelnen der E-Subkriterien hat aber nur ca. 1% Gewicht an den ESG Kriterien, wenn auch die Subkriterien gleich gewichtet wären.

Selbst bei 100% Auswirkung von ESG Kriterien auf die Titelselektion („pure ESG“), hat eine starke Veränderung bei einem der Kriterien kaum eine Auswirkung auf die Aktienselektion bzw. die Portfolioperformance. So kann man auch nicht erwarten, dass Unternehmen sich sehr anstrengen werden, um ihre ESG Scores zu verbessern.

Eine Regulierung, die nur die Nutzung von ESG Kriterien vorschreibt ohne deren Umfang/Einfluss zu definieren, würde kaum etwas bewirken. Und eine hoher Umfang/Bedeutung von ESG Kriterien wäre ein sehr starker Eingriff in die Assetmanagement-Branche und daher wohl kaum durchsetzbar.

Trotzdem gibt es keine gute Ausrede, ESG Kriterien nicht zu nutzen

Die Ratingkomplexität hat aber auch Vorteile. Es dürfte für Anleger ziemlich egal sein, welche Art von ESG Rating bzw. welche Sustainability Rating Agentur genutzt wird, solange diese alle drei E, S und G Kriteriengruppen nutzt und die Kriteriengruppen mehr oder weniger gleich gewichtet. Ein „offizielles“ Klassifikationssystem wäre daher gut für die Transparenz, würde aber kaum zu besseren Anlageergebnissen führen.

Außerdem: Wenn es keine Performancenachteile durch die zusätzliche Nutzung von ESG Kriterien gibt, gibt es auch keine Ausreden, diese nicht zu nutzen. Man kann nämlich argumentieren, dass schon eine geringe Berücksichtigung von ESG Kriterien durch Großanleger (bzw. viele Kleinanleger), dazu führt, dass Aktien- und Anleiheemittenten diese künftig stärker beachten würden. Das würde der Gesellschaft nutzen. Aber wie hoch sollte der Anteil der ESG Kriterien bei der Selektion von Wertpapieren sein? Das kann und wird man regulatorisch kaum vorgeben, darauf müssen Anleger schon selbst achten.

Etwas anders sieht es mit dem Thema ESG-Ausschlüsse aus.

Ausschlüsse kann man kontrovers diskutieren

So kann man z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen. Für fast alle Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern jedoch auch Gegner finden: Braucht man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus? Sollen Waffenhersteller ausgeschlossen werden oder braucht man Waffen zur Verteidigung? Sind genetisch veränderte Organismen grundsätzlich schlecht oder können sie zum Beispiel dabei helfen, Hunger zu reduzieren? Sollen Tierversuche verboten werden oder sind sie wichtig für den medizinischen Fortschritt? Sollen Lotterien und Glückspielanbieter legal sein, weil sie viele Steuereinnahmen bringen? Sollen Kirchen gegen Alkohol im Portfolio sein, obwohl ihnen Weingüter und Bierbrauereien gehören? Soll Tabakkonsum aus steuerlichen Gründen oder weil eine frühe Sterblichkeit die Gesundheitskosten senkt, zugelassen werden? Einige (andere) Drogen sind z.B. in den Niederlanden und neuerdings auch in den USA aus nachvollziehbaren Gründen legal. Sollen die ausgeschlossen werden? Und muss man fossile Energien ausschließen, weil sie dem Klima schaden? Andererseits werden sehr viele Unternehmen und Privatpersonen noch lange auf fossile Energien angewiesen sein (dieser

Abschnitt stammt aus dem Beitrag „Verantwortliche (ESG) Portfolios brauchen keine Outperformance[143]).

Bei hohen ESG Anforderungen lieber gleich passiv „pure ESG“ investieren

Wenn man viele Ausschlüsse nutzt, wird das Anlageuniversum reduziert. Wenn dann noch relativ hohe Anforderungen an die ESG Kriterien hinzukommen, die gleichzeitig erfüllt werden müssen, wird das Anlageuniversum noch weiter reduziert. Trotzdem können „pure ESG“ Portfolios auch unter Berücksichtigung strenger Ausschlußkriterien attraktive Renditen bringen, wie zahlreiche ESG bzw. SRI Indizes oder auch die Portfolios meiner Firma Diversifikator zeigen (Diversifikator verfolgt einen most-passive „pure ESG“ Ansatz, ähnlich wie ihn auch ESG-Indexanbieter nutzen. Vereinfacht gesagt, machen ESG Kriterien 100% der Selektionskriterien für Aktien aus).

Soll man aber deshalb so weit gehen Ansätze zu verbieten, die keine „pure ESG“ Strategie verfolgen? Das wäre sicherlich nicht durchsetzbar. Aber Anleger sollten diese Zusammenhänge kennen. Ob die (aktive) Assetmanagementbanche aber die richtige ist, um Anleger darüber aufzuklären, kann bezweifelt werden.

Auf der Basis dieser Überlegungen habe ich die folgenden Kommentare zu einzelnen Empfehlungen der HLG:

Der Report empfiehlt t.w. weniger Transparenz, stattdessen ist aber mehr Aufklärung nötig

„There is considerable evidence that individual investors would prefer long-term sustainability issues to be considered by their investment providers (S.20) und „Sustainability cannot develop in a context where investment is dominated by short-term considerations“ (S. 45). Dem stimme ich zu.

Daher wird empfohlen: „Companies lengthening reporting intervals to the extent possible and focusing more strongly on issues and metrics that are relevant to the long-term success of the business.“ (S. 47). Das widerspricht aber Transparenzanforderungen, davon halte ich daher gar nichts. Ich halte mehr von Aufklärung. So gibt es ziemlich viele Studien die zeigen, dass Short-Termism bzw. Trading sicher zu höheren Kosten führt aber eher selten zu besseren Anlageergebnissen. Das muss besser kommuniziert werden.

„Very few retail investors currently have the opportunity to invest according to these preferences“ (S. 27), weil so wenige entsprechende Produkte angeboten werden bzw. so wenig Werbung für ESG gemacht wird. Dem stimme ich zu: Mehr Angebote sind nötig. Die wird man aber kaum durch mehr Regulierung erreichen sondern eher durch mehr Aufklärung über die fehlenden Nachteile von (puren) ESG-Investments.

[143] http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/

„Clarification that fiduciary duties of asset owners and asset managers includes integrating environmental, social and governance (ESG) considerations into decision making“ (S.21). Ein nur geringer Einfluß von ESG Kriterien bei der Kapitalanlage hat jedoch kaum Einfluß auf die Anlegerperformance bzw. ist eher Schönfärberei oder „Greenwashing“. Die Vorgabe einer starken Berücksichtigung von ESG Kriterien führt jedoch zu einer Gefährdung der (aktiven) Assetmanagementbranche. Auch hier ist m.E. mehr Aufklärung der Kapitalanleger einer (anderen) Regulierung vorzuziehen.

Berater sollen ihren Kunden noch mehr Fragen stellen als jetzt schon

Darauf zielen die folgenden Empfehlungen, die ich für sinnvoll halte: „Require investment advisers to ask about, and then respond to, retail investors' preferences about the sustainable impact of their investments, as a routine component of Financial advice“ (S. 28 , und ähnlich für Pension Funds, s. S. 74). Das kann effizient mit Hilfe elektronischer Befragungen erfolgen.

Und „The Commission should request all funds, destined for the retail market to disclose clear and understandable information on their sustainability impact, as well as information on the exercise of voting rights“ (S. 28).

Nicht Benchmarking, sondern Outperformanceannahmen und Kapitalgewichtungen sind problematisch

Dem folgenden Punkt stimme ich jedoch nicht zu: „The current use of benchmarks is a key driver of short-termism in the market. Because portfolio managers' performance is often assessed against a benchmark on an overly frequent basis, they can be punished for deviations if these lead to lower short-term relative returns or a higher risk. This introduces not only a herding mentality but also a very short- term view on investments“ (S. 54).

Das Problem ist nicht die Nutzung von Benchmarks sondern die Annahme, dass man Benchmarks outperformen kann. Wenn man daran nicht glaubt, muss man auch nicht kurzfristig handeln sondern folgt den Benchmarks langfristig. Das hat dann Herdingprobleme, wenn Benchmarks kapitalgewichtet sind bzw. alle gleichartigen Benchmarks folgen. Auch hier ist daher Aufklärung nötig. So ist kaum bekannt, dass kapitalgewichtete Benchmarks laut zahlreicher Studien von anderen Gewichtungsarten, z.B. der Gleichgewichtung, trotz höherer Transaktionskoten outperformt werden (siehe z.B. Söhnholz, Dirk: Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6.2012). Und diese anderen Gewichtungsarten führen typischerweise nicht zu Herdenverhalten.

ESG muss nicht teuer sein

Dass ESG Analyse zu aufwändig und teuer sind, ist heute - zumindest für liquide Aktien und Anleihen, die den größten Teil aller Anlegerportfolios ausmachen, keine gute Ausrede mehr (s. S. 75). Diese Daten und Analysen können heute auch mit Maschine Learning Tools zu relativ niedrigen Kosten erstellt werden, so dass sie über Robo-Advisors sogar schon

kostengünstig von Retailanlegern genutzt werden können (siehe z.B. die von meiner Firma Diversifikator).

Das ESG-Research für Small Caps kann allerdings noch erheblich ausgebaut werden. Um die Kosten der Datenerhebung und -Auswertung in Grenzen zu halten ist dafür eine anerkannte ESG Taxonomie, wie sie von der HLG vorgeschlagen wird, sicher hilfreich. Ähnliches gilt für einen Standard für Green Bonds. Ein Standard für ESG Investmentfonds dürfte jedoch schwierig werden, denn auch dabei müsste der Anteil der ESG-Faktoren auf die Anlagerentscheidung im Vordergrund stehen und das wäre wohl schwierig durchzusetzen bzw. würde passive pure ESG ETF Anlagen stark bevorzugen.

Entlohnungssysteme nicht noch komplexer machen

Die empfohlene Berücksichtigung von ESG Kriterien in den Entlohnungssystemen von Kapitalanlageanbietern (S. 73) ist ebenfalls kaum nachvollziehbar. Es gib schon heute so viele Vorgaben für diese Entlohnungssysteme, dass die zusätzliche Berücksichtigung von ESG Kriterien keine materielle Auswirkung auf die diese Systeme hätte.

Institutionelle Consultants sollten reguliert werden

In dem Report wird auf die hohe Bedeutung von meist unregulierten institutionellen Consultants hingewiesen, die sich bisher wenig um ESG kümmern (S. 80/81).

„The generic advice, asset allocation and manager selection elements of the investment consultant market remain largely unregulated. Consultants do not systematically include ESG considerations within the information and generic investment recommendations that they provide to their institutional clients, regardless of the materiality of such risks or their clients' interest in considering them. Investment consultants rarely raise such issues on the basis that they are not raised by their clients, yet clients often do not raise them because they are overly reliant on following the advice and agenda of the consultants" (S. 81).

Problematisch ist, dass viele institutionelle Consultants vor allem an der Selektion von aktiven Assetmanagern verdienen bzw. t.w. selbst lukratives aktives Assetmanagement unter Bezeichnungen wie LDI, Fiduciary, Overlay-Management etc. betreiben. Außerdem hängen viele Consultants noch zu sehr an kapitalgewichteten Benchmarks obwohl ihnen klar sein müsste, dass das nicht die beste Art der Gewichtung ist.

Wenn ich auch sonst skeptisch bin in Bezug auf zusätzliche Regulierung, stimme ich dem Report an dieser Stelle zu bzw. würde noch über ihn hinausgehen: Consultants sollten reguliert werden und es sollte gefordert werden, dass diese Langfristperspektiven in den Vordergrund stellen müssen und daher auch ESG-Kriterien umfassend berücksichtigt werden müssen. Es könnte sogar gefordert werden, dass ESG Kriterien die wichtigsten Selektionskriterien für Wertpapiere sein sollten und nicht-Kapitalgewichtungen genutzt

werden sollten, solange nicht gezeigt werden kann, dass andere Kriterien besser für Anleger sind (s. „Evidence based Investing Ansatz“, z.B. hier[144]).

Fazit: Aufklärung muss im Vordergrund stehen, nicht Verbote oder detaillierte Anlagevorschriften

Insgesamt sollte zudem die unabhängige Kapitalanlageforschung gefördert werden. So fehlt meines Wissen zum Beispiel eine gute Studie zum Vergleich der Performanceauswirkungen der Nutzung unterschiedlicher ESG Ratings.

Konsequent umgesetzt müssten die HLG Empfehlungen bedeuten, dass nur noch Investments zugelassen werden, die strengen ESG Kriterien entsprechen. Das würde wohl ganz überwiegend zu ESG-Indexinvestments führen. Das wiederum würde den allergrößten Teil der (aktiven) Kapitalanlagebranche überflüssig machen und für „schlechte“ ESG-Unternehmen und Staaten zu höheren Finanzierungskosten führen. Dadurch würden Kapitalanlagen insgesamt aber billiger werden und eher Performancevor- als Nachteile für Anleger entstehen.

Fazit: Forschung und Aufklärung, Aufklärung, Aufklärung aber nicht nur durch die "aktive" Assetmanagementbranche sondern durch unabhängige Stellen wie Verbraucherzentralen. Dabei muss klargestellt werden, dass nur eine erhebliche Bedeutung von ESG Kriterien bei der Wertpapierselektion auch zu Änderungen bei den Wertpapieremittenten führen wird. Für die institutionelle Kapitalanlagen und Altersvorsorgegelder kann auch schon eine entsprechende Regulierung von institutionellen Consultants sehr viel weiterhelfen.

Warum Privatkunden nicht aktiv nach ESG-Portfolios fragen (6-2017)

Die Mehrzahl der Portfolios meiner Firma Diversifikator folgen ESG-Kriterien (ESG steht für Environment, Social Governance). Bisher fragen Privatkunden aber nur sehr selten aktiv nach solchen Portfolios. Das liegt vor allem an der bisher geringen Zahl von Produktangeboten am Markt, an denen Vertriebler bzw. Kundenberater ordentlich verdienen können.

ESG ist kein neues Thema. Die ersten breiten ESG Indizes gibt es von MSCI und FTSE seit 2005. Ich selbst beschäftige mich seit 2007 mit dem Thema. In dem Jahr haben wir bei FERI begonnen, einen Sustainable Private Equity Dachfonds zu entwickeln.

Bei meinem vorherigen Arbeitgeber haben wir ESG Kriterien für drei Aktienfonds und einen Mischfonds genutzt. Vereinfacht zusammengefasst: Unsere und auch fremde quantitative Analysen haben ganz überwiegend vergleichbare Renditen und Risiken für ESG Selektionskriterien wie für andere Kriterien ergeben.

[144] http://prof-soehnholz.com/evidence-based-investment-analysis-ebia-a-new-term-every-financial-analyst-and-investor-should-know/

Portfoliomanager möchten aber Outperformance generieren und sich nicht durch die Anwendung von ESG Kriterien in der Wertpapierselektion beschränken lassen. Inzwischen werden zwar zunehmend ESG Kriterien von aktiven Assetmanagern genutzt, das liegt aber vor allem daran, dass institutionelle Anleger aktiv danach verlangen.

Privatkunden werden nur selten aktiv ESG Fonds angeboten. Es gibt nur wenige Fonds, die in nennenswerten Umfang Privatkundengelder eingesammelt haben. Diese Fonds sind aber vor allem ökologisch orientiert und berücksichtigen kaum soziale und Governance Aspekte. Sie scheinen auch nicht besonders gut abzuschneiden in Bezug auf Renditen und Risiken. In quantitativen Analysen zeigt sich denn auch oft, dass vor allem Governance Aspekte positive Auswirkungen auf Renditen und Risiken von Fonds haben können.

Der Outperformance-Anspruch wird aber überbewertet. Wenn man ESG-Portfolios zusammenstellen kann, die ebenso gut performen wie traditionelle Indizes, sollte man diese gut verkaufen können (s. ESG-Portfolios brauchen keine Outperformance)[145].

Daher könnten ESG-ETFs besonders erfolgreich sein. ESG-Indizes gibt es zwar schon seit mehr als 10 Jahren, bisher wird aber erst wenig Geld in Fonds bzw. ETFs angelegt, die solchen Indizes folgen. Das kann daran liegen, dass die ESG Kriterien institutioneller Anleger oft unterschiedlich voneinander sind und daher von Indizes nicht alle erfasst werden können. Daher setzen institutionelle Anleger eher auf ESG Spezialfonds, die individuell aufgesetzt und mehr oder weniger aktiv gemanagt werden können (siehe ESG künftig Pflicht?)[146].

Und Privatkunden ETFs zu verkaufen ist nicht sehr erfolgversprechend, wenn der ETF-Vertrieb so viel weniger lukrativ ist als das Angebot provisionsträchtigerer Kapitalanlagen.

Allerdings sollte es möglich sein, ESG ETF-Dachfonds anzubieten, bei denen der Vertrieb aus den Dachfonds bezahlt wird. Meines Wissens gibt es so etwas aber bisher noch nicht. So ist das Anfang 2016 von meiner Firma Diversifikator gestartete ESG ETF-Modellportfolio bisher vielleicht das einzige diversifizierte Angebot, welches Vermögensverwaltern, Vermittlern und Beratern Verdienstmöglichkeiten mit ESG-ETFs ermöglicht.

Da es so wenige ESG Angebote für Privatkunden gibt, kann es noch lange dauern, bis ESG-Portfolios auch bei Privatkunden bekannt werden und dann auch aktiv nachgefragt werden.

Selbst die inzwischen zahlreichen Medien, die ESG als Thema attraktiv finden, werden daran wohl nicht viel ändern können. Wenn man beobachtet, wie lange Medien schon ETFs propagieren und wie wenig diese Anlagen aktiv von deutschen Privatanlegern nachgefragt werden, kann es lange dauern, bis ESG-Portfolios in Deutschland attraktive Volumina einsammeln können.

[145] http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/
[146] http://prof-soehnholz.com/esg-reponsible-investment-fonds-pflicht/

Dabei ist Deutschland besonders aufgeschlossen für „grüne“ und soziale Themen und sollte viel Marktpotenzial haben (siehe ESG müsste besonders in Deutschland boomen)[147]. Aber Anleger aus Ländern mit Provisionsverboten für aktive Fonds werden wohl wesentlich schneller und viel stärker als deutsche Anleger nicht nur in traditionelle sondern auch in ESG ETFs investieren.

ESG-Paradox: Einfach zu verkaufen und trotzdem nicht angeboten (10-2018)

Wenn man Anlegern einen verantwortungsvollen und einen traditionellen Fonds anbietet, wählen 81% den verantwortungsvollen Fonds, sagt Peter Tros von ING. Laut einer Studie sind etwa drei Viertel aller niederländischen Anleger bereit auf Rendite zu verzichten, wenn sie verantwortungsvolle Investments kaufen können (Quelle: Leen Preesman: Dutch investors prepared to forgo on returns to support ESG causes, Investments and pensions Europe, 11 Oct. 2018) Dabei bringen verantwortungsvolle Investments eher höhere als niedrigere Renditen (s. hier[148]).

ESG-Paradox: 600 verantwortungsvolle Fonds ist nicht viel

Auf den ersten Blick sieht es so aus, als würden deutschen Anlegern sehr viele nachhaltige Angebote gemacht. So gibt es bereits über 600 Investmentfonds, die „explizit auf Nachhaltigkeitsaspekte abstellen“ und insgesamt knapp 159 Milliarden Euro verwalten (siehe Heino Reents: Regulatorik treibt nachhaltige Kapitalanlagen an, CapInside.com, 9.10.2018[149] mit Verweis auf eine Analyse der Ratingagentur Scope). Aber „in fast allen Nachbarländern ist der Marktanteil nachhaltiger Anlagen deutlich höher als in Deutschland“ (siehe Ralf Breuer: Wie die deutschen Banken den Megatrend „Green Finance“ verschlafen“, finanz-szene.de vom 24.9.1018).

ESG-Paradox: Nur etwa 50 konsequente Angebote

Das Problem ist, dass viele der Anbieter sogenannter verantwortungsvoller Fonds lax mit dem Verantwortungsbegriff umgehen (siehe Stephanie Mooij: Asset Managers' ESG strategy: Lifting the veil, Smith School of Enterprise and the Environment Working Paper 25th of November 2017[150]). So werden zwar einzelne Ausschlüsse genutzt und teilweise auch Environmental, Social und Governance (ESG) Kriterien, aber diese führen selten zu starken Abweichungen der Portfolios von vergleichbaren traditionellen Fonds oder Benchmarks. Der Verdacht, dass verantwortungsvolle Kritierien vor allem zur besseren Vermarktung genutzt werden, liegt nahe. Und das wird zurecht als sogenannntes Greenwashing kritisiert.

Das Angebot von Portfolios, bei denen ESG Kriterien den einzigen („PureESG„) bzw. einen überwiegenden Einfluß auf die Wertpapierselektion haben, ist noch sehr klein. Am ehesten

[147] http://prof-soehnholz.com/responsible-investments-esg-governance-reputation/
[148] https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917
[149] https://capinside.com/contents/regulatorik-treibt-nachhaltige-kapitalanlagen-an
[150] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3123218

sind hier ESG- oder SRI-ETFs zu nennen (SRI: Socially Responsible Investments), für die in Deutschland bisher noch nicht einmal zehn Milliarden Euro eingesammelt wurden (siehe Scope nach Reents vom 9.10.2018).

ESG-Paradox: Enormes Potential mit wenigen Angeboten

Dabei beeinflusst das Thema Nachhaltigkeit Konsumentscheidungen, steigert die Bereitschaft, höhere Preise zu zahlen, den Willen zu spenden und beeinflusst selbst die Wahl von Arbeitsplätze stark. Und das grundsätzliche Interesse attraktiver Kundengruppen an nachhaltigen Geldanlagen ist hoch: In Deutschland sind über 40% der vermögenden Anleger, die noch keine nachhaltigen Investments tätigen, sehr an solchen Anlagen interessiert (UBS: Return on values, Most sustainable investors expect better performance, bigger impact, 19.9.2018).

Wenn Anleger wüssten, dass nachhaltige Geldanlagen keine Performancenachteile haben, würden sie diese wohl sehr stark aktiv nachfragen.

ESG-Paradox: Warum gibt es so wenige konsequent verantwortungsvolle Geldanlageprodukte?

Das geringe Angebot konsequenter ESG-Portfolios liegt meines Erachtens vor allem daran, dass etablierte Finanzdienstleister das verkaufen wollen, was sie schon immer verkauft haben. So müssen keine Produkte verändert werden, kein Vertrieb neu geschult werden und keine potentiellen Käufer mühsam informiert werden.

Neue Produkte werden nur angeboten, wenn sie Outperformance ermöglichen können. Da ESG Daten noch nicht sehr lange systematisch erhoben werden, sind quantitative „Beweise“ dafür jedoch nicht so einfach (zur Kritik an einem solchen Vorgehen siehe hier[151]). Das geht mit anderen Faktoren viel besser. Daher gibt es viele neue Faktor- oder Smart-Beta Angebote (siehe auch hier[152]).

Das ist aber dumm. Es ist inzwischen allseits bekannt, dass aktive Manager passive Benchmark kaum schlagen können. Ausserdem ist ziemlich unstrittig, dass verantwortungsvolle Portfolios bzw. Indizes nicht schlechter sind als traditionelle (siehe auch Passive Outperformance von Indizes). Aus Anlegersicht spricht also alles dafür, (passive) verantwortungsvolle Portfolios zu kaufen.

Das wird sich auch irgendwann rumsprechen. Müssen Anbieter traditioneller aktiver Fonds dann zugeben: Das haben wir gewusst, aber wir wollten erst noch mal einfach möglichst viel Geld mit „unaufgeklärten“ Anlegern verdienen? Ohne Änderungen oder mit Greenwashing kann man als Anbieter ohne großen Aufwand ja sehr gut verdienen.

[151] http://prof-soehnholz.com/finanzanalysten-und-produktanbieter-koennten-probleme-mit-evidence-based-investment-analysis-ebia-haben/
[152] http://prof-soehnholz.com/pureesg-ist-besser-als-smartesg/

Und noch unverständlicher ist: Warum bieten nicht mehr der neuen Robo-Advisors konsequent verantwortungsvolle Portfolios an (siehe auch hier[153])? Wahrscheinlich scheuen auch sie die aufwändige und damit potentiell teure Aufklärung von Anlegern. Schliesslich ist schon der Verkauf traditioneller ETFs erklärungsbedürftig, da die meisten traditionellen Banken diese entweder gar nicht oder allenfalls auf Nachfrage anbieten (siehe z.B. hier[154]).

Fehlende Regulierung als faule Ausrede?

Fondsanbieter beschweren sich fast nie über fehlende Regulierung. Im Gegenteil: Normalerweise wollen sie zusätzliche Regulierung verhindern. Bei verantwortungsvollen Anlagen ist das anders. Fondsanbieter bemängeln eine fehlende verläßliche Taxonomie (zu einem aktuellen Vorschlag siehe hier[155]) und beschweren sich über die Uneinheitlichkeit von ESG-Ratings. Sie scheinen erst mal abwarten zu wollen, wann welche Regulierung kommt, bevor sie aktiv werden.

Mangelnde Standardisierung als Ausrede?

Es gibt heute mehr als 150 Anbieter von verantwortungsvollen Daten, Ratings, Rankings und Indizes (siehe Douglas, Elyse; van Holt, Tracy; Whelan, Tensie: Responsible Investing: Guide to ESG data providers and relevant trends, Journal of Environmental investing No. 1, 2017. S. 3)[156].

Alle arbeiten mit etwas anderen Kriterien. Am ehesten kann man diese Anbieter wohl in wertbasierte und quantitative Anbieter gruppieren, wobei die zweite Gruppe offenbar an Bedeutung zunimmt (siehe Eccles, Robert G; Stroehle, Judith C.: Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures Working Paper, Saïd Business School, University of Oxford, 12.7.2018[157]).

Viele Studien zu ESG-Performance haben ergeben, dass ESG – unabhängig von der Beurteilungsmethode – tendenziell positiv für Anleger ist. Überhaupt verantwortungsvolle Portfolios anzubieten ist daher viel wichtiger als darauf zu warten, dass sich ein anerkannter Standard herausbildet.

Anleger sollten mehr konsequent verantwortungsvolle Angebote einfordern

Sicher wäre es schön, Klarheit bei der Taxonomie und über ESG-Ratings zu haben. Aber darauf sollte man angesichts dieser Ergebnisse nicht warten, sondern Anleger sollten fordern, dass ihnen konsequente verantwortungsvolle Produktangebote gemacht werden.

[153] http://prof-soehnholz.com/ein-robo-advisor-mit-esg-fokus-und-ohne-us-vorbild/
[154] http://prof-soehnholz.com/harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu/
[155] http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf
[156] https://cbey.yale.edu/sites/default/files/Responsible%20Investing%20-%20Guide%20to%20ESG%20Data%20Providers%20and%20Relevant%20Trends.pdf
[157] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3212685

Weitere interessante aktuelle „verantwortungsvolle“ Publikation: Renshaw, Anthony A., ESG's evolving performance: First, do no harm, Axioma publication, July 2018[158]

PASSIVKRITIK: PASSIV UND ESG SIND "GUT"! (11-2018)

Passivkritik: Seit Friedrich Merz für den CDU-Vorsitz kandidiert, sind mehrere neue kritische Artikel über Blackrock - den größten Investmentfondsanbieter weltweit und mit ishares auch einer der Weltmarktführer passiver Geldanlagen - und passive Geldanlagen im Allgemeinen erschienen (z.B. Dennis Kremer: Die neue Macht der Fonds in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung vom 4.11., S. 35). Dabei werden passive Investments auch in Bezug auf ihre "Verantwortung" kritisiert (siehe Christian Kirchner: Blackrock: Warum Machtmissbrauch nicht das Problem ist, in Capital, 2.11.2018). Auch viele sogenannte aktive Fondsmanager meinen, dass verantwortungsvolle Geldanlagen nur aktiv erfolgreich umgesetzt werden können.

Bei der Kritik werden manchmal einige Punkte vergessen oder nicht ausreichend gewürdigt:

Passivkritik: Was ist passiv? Die extern/intern und andere Fragen

Zunächst stellt sich die Frage, was passive bzw. was aktive Kapitalanlage ausmacht. Man kann sich schnell darauf einigen, dass passive Anlagen regelbasiert sind. Interessant finde ich die Meinung eines Mitarbeiters eines großen Fondsanbieters, dass die Regeln von Externen gesetzt werden müssen, also z.B. von Indexanbietern. Der Meinung stimme ich nicht zu. Passiv heißt auch nicht unbedingt, dass nur wenig gehandelt wird. Passiv bedeutet auch nicht, dass kein Risikomanagement genutzt wird.

Anforderungen an Indizes

Passiv bedeutet normalerweise, dass die Geldanlage einem Index folgt. Zunächst sollte man daher die Anforderungen an einen guten Investmentindex definieren. Typischerweise gehören dazu volle Regelbasierung, Transparenz in Bezug auf die Regeln und die Indexkomponenten sowie Investierbarkeit bzw. Nachbildbarkeit, d.h. die Bestandteile müssen frei erwerbbar sein (siehe auch Andrew Lo, What Is An Index? Arbeitspapier, 12. Oktober 2015).

Repräsentativität wird nicht explizit genannt. Das ist auch nachvollziehbar, denn die Bestimmung des Vergleichsuniversums für die Repräsentativität eines Index ist von der Definition bzw. den Regeln für das Universum abhängig. Während "alle börsennotierten Aktien" objektiv ist, sind "alle Large Caps" von der Definition von "Large" abhängig und alle "Konsumgüteraktien" von der Konsumgüterdefinition.

Repräsentativität ist aber für indexfolgende Produkte wichtig. Ein Produkt auf den jeweiligen Index sollte den Index vollständig oder „repräsentativ“ abbilden.

Interne Indizes sind zulässig

[158] https://go.axioma.com/WP20180719-ESGsEvolvingPerformance_LP-Registration.html

Indizes, ob extern oder intern zusammengestellt, basieren auf Entscheidungen in Bezug auf die Indexregeln. Indexanbieter wie MSCI bieten oft viele tausende von Indizes an. Nutzer von Indizes müssen daher eine Auswahl treffen, welchen Index sie nutzen wollen. Diese Auswahl eines externen Index ist meines Erachtens vergleichbar mit der Erstellung eines internen Index. Daher ist es für ein passives Investment nicht nötig, einem externen Index bzw. externen Regeln zu folgen.

100% passiv geht nicht

Daran kann man erkennen, dass 100% passives Investieren nicht möglich ist, denn die Auswahl von Regeln bzw. die Wahl eines Index ist eine aktive Entscheidung. So kann man z.B. mit der Auswahl eines Small-Cap Indizes gegenüber einem All-Cap Index möglicherweise eine Outperformance generieren. Die Indexwahl ist also eine „aktive" Entscheidung.

Passivkritik: Besser von regelbasierten Anlagen sprechen

Es wäre daher sinnvoll, den Begriff „passive Geldanlage" nicht mehr zu nutzen, sondern stattdessen von regelbasierten Investments zu sprechen. Damit ist auch für Laien schnell klar, dass „passiv nicht gleich passiv ist": Man sollte immer hinterfragen, um welche Regeln es sich handelt, wer sie warum entwickelt hat und wann sie wie geändert werden können.

Passives Investieren ist grundsätzlich positiv besetzt

Interessanterweise ist der Begriff passive Geldanlage inzwischen weithin positiv besetzt, vor allem weil passiv als günstig gilt. Es ist zudem relativ unstrittig, dass nur wenige Anbieter aktiver Portfolios („Aktive Manager") dauerhaft ihre Vergleichsbenchmarks schlagen können. Es gibt zwar immer Manager bzw. Portfolios, denen das gelingt. Aber es gibt keine verlässlichen Methoden vorab zu erkennen, welche Portfolios oder Manager künftig outperformen werden (siehe z.B. hier).

Indexwahl wichtiger als „aktives Management", das oft benchmarknah ist

Sogenannte aktive Assetmanager verweisen dagegen gerne darauf, dass Anleger nur mit aktiven Portfolios eine Outperformancechance haben. Sehr viele sogenannte aktive Manager kleben aber sehr nahe an ihren jeweiligen Benchmarks (siehe Diskussion um sogenannte „active share"). Nach Kosten haben solche Manager daher nur sehr geringe Outperformancechancen.

Grundsätzlich können Anleger trotzdem durch die Wahl von Indizes bzw. Regelwerken Outperformancechancen gegenüber anderen Indizes haben (siehe hier). Die meisten Anleger haben aber Underperformances durch schlechtes Timing ihrer Investments (siehe z.B. hier).

Passivkritik: Nicht nur aktives Management ermöglicht effektive Risikobegrenzung

Auch das Argument aktiver Manager, nur sie könnten in Marktkrisen effizient die Anlagerisiken reduzieren, ist nicht gut nachvollziehbar. Meines Wissens haben aktive Manager zum Beispiel in der Finanzkrise 2008 kaum besser abgeschnitten als ihre passiven Benchmarks (siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser S. 140-145). Das liegt wohl auch daran, dass sich viele kaum von ihren Benchmarks lösen dürfen oder wollen.

Außerdem gibt es relativ gut funktionierende passive bzw. regelbasierte Absicherungsmechanismen, wie z.B. die 200 Tagelinie (siehe Söhnholz: "Test von Risikomanagementmodellen", dort angegebene Literatur und hier). Auch an solchen Portfolios bzw. Benchmarks gemessen (siehe auch hier), haben aktive Manager in den letzten Krisen im Schnitt wohl kaum eine Outperformance gezeigt.

Aktives Management wirkt an fairer Preisbildung mit und stabilisiert die Finanzmärkte

Passive Investments werden als Gefahr für Finanzmärkte angesehen, weil im Krisenfall keine Risikobegrenzungsmaßnahmen mehr greifen würden, sondern die meisten Anlagen nur den Indizes nach unten folgen würden. Ich denke aber nicht, dass Kapitalmärkte zusammenbrechen, selbst wenn sie 100% passiv im Sinne von regelbasiert wären.

So werden bei erwarteten hohen Aktienrisiken auch viele regelbasierte defensive Portfolios angeboten und nachgefragt, z.B. Mischfonds mit hohen Anleiheanteilen. Ausserdem kommen permanent Produkte in verschiedenen Anlagesegmenten an den Markt, die „defensive" Themen belegen und damit die Preisbildung beeinflussen. Auch Small-Cap ETFs und ETFs mit Gewichtungen, die von der Marktkapitalisierung abweichen, z.B. sogenannte Smart Beta ETFs, sind regelgebunden und populär. In Krisenzeiten werden z.B. sogenannte Short-ETFs populärer, mit denen Anleger von Kursverlusten profitieren können.

Sicher können aktive Manager durch Allokation zu Anlageklassen und Wertpapieren flexibler agieren. Es ist aber nicht erweisen, dass das auch für Anleger besser ist. Klar ist aber, dass es auch bei professionellen Anlegern und ihren "aktiv" gemanagten Portfolios Herdenverhalten gibt, das zu Verstärkungen von Krisen führen kann (siehe hier).

Passivkritik: ETFs haben noch einen geringen Marktanteil

In Bezug auf die Preisbildung ist es richtig, dass die vorherrschenden kapitalgewichteten Indizes „teure“ Wertpapiere tendenziell bevorzugen (Kritik siehe z.B. hier). Aber selbst wenn alle aktiven Fonds zu Lasten von ETFs (Exchange Traded Funds, typischerweise „passiv“) vom Markt verschwinden würden, gäbe es noch genug Anlagen, die individuell "aktiv" für institutionelle und private Anleger gemanagt würden. ETFs bzw. andere passive Anlagen sind noch weit davon entfernt, die Mehrheit der Kapitalanlagen auszumachen.

Und: Je besser aktive Produkte gemanagt werden, desto geringer ist das „Risiko“, dass der Marktanteil passiver Ablagen ansteigt. Es gibt ja kein Risiko, dass Anlegern passive Anlagen aufgezwungen werden. Welcher Regulator oder Gesetzgeber würde denn Vorgaben zur Nutzung von Indizes machen? Und je mehr "passiv" gemanagt wird, desto höher könnte der

Anreiz für neue Markteintritte „aktiver Manager“ sein, die wahrgenommene Ineffizienzen passiver Anlagen ausnutzen wollen.

Das wahre Problem: Institutionelle Anleger und ihre Consultants

Passive Anlagen sind also nicht grundsätzlich schlecht. Schlecht ist eher, dass so viele Anleger so nah an (wenigen renommierten) passiven Indizes kleben wollen.

Institutionelle Anleger verfolgen typischerweise Asset Allokationen, die unter Nutzung von Indexdaten für die verschiedenen Anlagesegmente gebildet werden. Ihre Consultants bzw. internen Abteilungen achten sehr darauf, dass nur möglichst geringe Abweichungen von diesen Allokationen bzw. Indizes auftreten. Dabei werden oft die Indizes der Marktführer genutzt.

Investments werden daher oft ganz überwiegend mit passiven Mandaten umgesetzt. Wenn Abweichungen von Indizes (Tracking Error) der marktführenden Indexanbieter erlaubt werden, dann sollen diese typischerweise sehr gering sein.

Institutionelle Anleger und ihre Consultants sind also der Hauptgrund, warum so viel passiv investiert wird.

Kostendruck führt zu mehr passiven Anlagen

Was man eventuell erwarten kann ist, dass Druck von Anlegern aber auch der Politik bzw. Regulatoren zu niedrigeren Gebühren von Produktangeboten führt (siehe hier). Aktive Manager argumentieren, dass sie dann nicht mehr so teure Daten, Analysten und Portfoliomanager bezahlen können. Andererseits macht maschinelles Lernen und künstliche Intelligenz und die Reduktion von IT Kosten vieles künftig billiger. So kann man heute auch regelbasiert Informationen sehr schnell verarbeiten und umsetzen, wie die Diskussion um sogenanntes Algo-Trading zeigt.

Führt Provisionsverbot zu einem höheren Absatz aktiver Fonds?

Auch ein mögliches Verbot von Vertriebsprovisionen, das es in Großbritannien und den Niederlanden schon gibt, senkt Produktkosten – nicht jedoch unbedingt die Gesamtkosten - für Privatkunden. Bei einem Provisionsverbot können Manager von Publikumsfonds, die bisher Provisionen enthielten, ihre Performance verbessern. Wenn Performance wirklich so wichtig ist, wie aktive Manager behaupten, sollten aktive Manager bei einem Provisionsverbot daher eher mehr als weniger absetzen können.

ESG- und Passivkritik: Verträgt sich „passiv“ nicht mit „verantwortungsvoll“?

Ein relativ neues Argument aktiver Manager ist, dass verantwortungsvolle Investments unter dem Trend zu passiven Anlagen leiden. So wird kritisiert, dass passive Anlagen nicht schnell genug auf Verschlechterungen in Bezug auf verantwortungsvolle Kriterien reagieren können. Außerdem wird kritisiert, dass die Ausübung von Stimmrechten bei passiven Investments

nicht unbedingt vorgesehen ist und daher Wertpapieremittenten nicht zu Verbesserungen angeregt werden. Dem widersprechen Anbieter von passiven Fonds und ETFs. So verlangen institutionelle Anleger und die Öffentlichkeit zunehmend, dass die Stimmrechte auch für passive Portfolios verantwortungsvoll ausgeübt werden (ausführliche Kritik siehe Beitrag von Christian Kirchner).

Als Alternative zu Stimmrechtsausübungen kann auch "mit den Füßen" bzw. den Anlagegeldern abgestimmt werden. Konzentration auf "gute" Investments sollte "schlechte" Anbieter zum Besserwerden anregen (siehe auch hier, siehe auch Kritik an "Greenwashing").

Falls die Stimmrechtsausübung vernachlässigt wird, können Regulatoren und Politiker relativ einfach verlangen, dass Assetmanager künftig ihre Stimmrechte ausüben müssen, egal ob sie aktive oder passive Anlagen anbieten. Dabei würde sicher auch darauf geachtet werden, dass ESG Aspekte berücksichtigt werden.

Verantwortungsvolle Investment erhöhen die Kosten nur unwesentlich

Manche Anbieter behaupten, ESG-Datennutzung sei für passive Produkte, die besonders günstig sein sollten, zu teuer. Dabei wird behauptet, dass es nur wenige Anbieter guter ESG-Daten gibt. Anderseits zeigen Studien, dass es eine große Zahl von ESG-Datenanbietern gibt (s. hier). Besonders Datenanbieter, die mit neuester Informationstechnologie wie maschinellem Lernen arbeiten, sind schon heute in der Lage, relativ günstige ESG-Daten auch zeitnah anzubieten.

Verantwortungsvolle Produkte lassen sich einfacher verkaufen

Es ist zu erwarten, dass bei zwei vergleichbaren Produkten Anleger eher das verantwortungsvolle als das traditionelle Produkt kaufen werden (s. hier). Anbieter können also ESG-Volumenvorteile haben, welche die zusätzlichen Datenkosten übersteigen sollten. Außerdem zeigen ESG-ETFs, dass ESG Angebote auch günstig sein können.

ESG-ETFs als Investmentlösung

Passive Portfolios können auch komplett auf verantwortungsvolle Anlagen setzen, so wie es ESG-ETFs tun (siehe dazu z.B. hier). So kann ein passiver Index nur Aktien aufnehmen, die Top E, S und G (Environmental, Social, Governance) Scores haben. Je nach Häufigkeit der Überprüfung der Kriterien, kann es dabei durchaus zu erheblichen Handelsaktivitäten kommen. Die Umsetzung häufiger Änderungen kann zu hohen Transaktionskosten führen.

Häufiges Trading muss jedoch nicht sein

Viel Trading erhöht sicher die Transaktionskosten, führt jedoch nicht notwendigerweise zu besseren Ergebnissen. Auch die Performance von ESG-ETFs oder der nur einmal jährlich geänderten Portfolios von meiner Firma Diversifikator deuten darauf hin, dass relativ seltene (passive) Portfolioänderungen kaum Nachteile gegenüber „aktiveren“ ESG-Portfolios haben müssen.

Anleger erwarten von passiven Portfolios jedoch niedrige Kosten. Daher ist der seit Kurzem durch MIFID II vorgeschriebene Vorabausweis erwarteter Gesamtkosten inklusive Transaktionskosten wichtig. Das ist bei der ETF-Selektion zu berücksichtigen.

ESG-Indizes als Benchmarklösung

Man wird institutionelle Anleger nicht so schnell dazu bringen, hohe Tracking Error zu akzeptieren. Dafür ist das Jobrisiko der Betroffenen zu hoch. Einige wenige institutionelle Anleger haben jedoch einen Ausweg gefunden: Sie nutzen ESG-Indizes als Benchmarks. So können sie trotz geringer Indexabweichungstoleranz sicherstellen, dass ihre Anlagen ESG-Anforderungen genügen. Und das muss nicht schlecht sein. ESG-Indizes scheinen kaum andere Renditen oder Risken zu haben als vergleichbare traditionelle Indizes.

Konzentrierte passive Portfolios sind möglich

An passiven Indizes bzw. ETFs wird kritisiert, dass Anleger damit „den breiten Markt" kaufen und nicht mehr zwischen guten und schlechten Wertpapieren differenzieren. Das muss aber nicht so sein. Wenn die Regeln für eine „passives" Portfolio streng sind, z.B. viele Ausschlüsse und hohe ESG-Anforderungen erfüllen müssen, können sie zu konzentrierten Portfolios „guter ESG" Wertpapiere führen.

Eine solche Selektion muss nicht schlechter sein, als die eines aktiven bzw. diskretionären Fondsmanagers, wie konzentrierte passive ESG-Portfolios von Diversifikator zeigen.

Passivkritik: Anleger brauchen keine ETFs

ETF steht für Exchange Traded Fund. ETFs können aktiv gemangt werden und es gibt ein sehr großes Volumen an passiven Fonds, die nicht an Börsen gehandelt werden. Für Langfristanleger ist ein Börsenhandel normalerweise überflüssig, da sie ihr Geld ja langfristig anlegen wollen. Auch Langfristanleger greifen aber zu ETFs, weil mit diesen bei Bedarf kurzfristig (intraday) durch Verkauf Risiken abgebaut werden können. Je stärker Derivate in die Kritik kommen, desto wichtiger wird die Möglichkeit solch kurzfristiger Verkäufe.

Flashcrashs sind nur bei falschem Risikomanagement ein Problem

Passive börsengelistete Fonds machen inzwischen einen Großteil des Handelsvolumens an Börsen aus. Das ist unproblematisch, wenn es zu mehr Liquidität und faireren Preisen beiträgt. In der Kritik stehen vor allem sogenannte Flashcrashs („Unwahrscheinlich" bzw. unerwartet hohe Kursverluste innerhalb einer sehr kurzen Zeit).

Dabei können automatische Handelsregeln zu kurzfristigen Marktverzerrungen führen. So nutzen viele private Anleger sogenannte Stopp-Loss Verkaufssignale: Wenn der Kurs eines ETF unter einen bestimmten Punkt fällt, soll verkauft werden. Solche Signale werden auch von professionellen Anlegern genutzt und können – neben technischem Versagen – Ursache für Flash-Crashs an Börsen sein. Flash-Crashs dauern aber – wie die Bezeichnung schon sagt – nur sehr kurz und typischerweise erholen sich Börsen hinterher recht schnell wieder.

Langfristanlegern, die keine Stopp-Loss ähnlichen Signale nutzen, erleiden normalerweise keine Verluste aufgrund der Crashs.

Fazit: Der neue Dreisatz des (ESG) Investing

Vereinfachend kann man zusammenfassen: Erstens: Passive Anlagen haben keine schlechtere Performance als aktive Anlagen. Zweitens: Verantwortungsvolle Indizes haben keine schlechtere Performance als traditionelle Indizes. Drittens: Daher spricht alles für passive verantwortungsvolle Anlagen (siehe auch hier).

CSR UND ESG: VERANTWORTUNGSVOLLE GELDANLAGEANGEBOTE FÜR MITARBEITER UND KUNDEN (12-2018)

„Der Begriff Corporate Social Responsibility (CSR) … steht für verantwortliches unternehmerisches Handeln in der eigentlichen Geschäftstätigkeit (Markt), über ökologisch relevante Aspekte (Umwelt) bis hin zu den Beziehungen mit Mitarbeitern (Arbeitsplatz) und dem Austausch mit den relevanten Anspruchs- bzw. Interessengruppen (Stakeholdern)“ (Wikipedia, Stand 10.12.2018). Verantwortungsvolle Geldanlagen können das CSR-Profil von Unternehmen verbessern und ihnen zusätzlich sogar Gewinn einbringen.

Immer höhere Anforderungen von Investoren, Kunden und Mitarbeitern

Immer mehr professionelle Geldanleger legen Wert darauf, dass Unternehmen nachhaltig sind. Auch für Kunden und (potentielle) Mitarbeiter wird das immer wichtiger. Unternehmen haben dabei viele Möglichkeiten, nachhaltiger zu werden. Eine Möglichkeit ist, das Geldvermögen bzw. die Liquidität der Unternehmen selbst nachhaltig anzulegen. Das gilt vor allem für Unternehmen, bei denen die Geldanlage zum Geschäftszweck gehört, also für Banken und Versicherungen und andere Anbieter von Geldanlagen.

Ich erwarte, dass es auch bei anderen Unternehmen künftig wichtiger wird, wie deren Liquidität angelegt wird. Das gilt besonders Unternehmen, die in Bezug auf Nachhaltigkeit kritisch beobachtet werden. Das heißt, dass unter anderem traditionelle Energieerzeuger oder Autohersteller ihre Eigenanlagen nachhaltig anlegen sollten.

Mit Finanzdienstleistungen kann man viel Geld verdienen

Ich habe in den 80er Jahren in den USA studiert. Dort haben zu der Zeit nicht nur Banken sondern auch Autohersteller und Einzelhändler sehr viel Geld mit Finanzdienstleistungsangeboten verdient. Das galt nicht nur für Kredite sondern auch für Geldanlageangebote an Kunden aber auch „Dritte“. Darüber habe ich sogar meine Doktorarbeit geschrieben (siehe „Diversifikation in Finanzdienstleistungsmärkte“ hier).

Zwei alte Gründe für Geldanlageangebote durch Non-Financials

In meiner Doktorarbeit habe ich als Gründe für Geldanlageangebote durch nicht-traditionelle Finanzdienstleister vor allem zwei genannt: Die Margen sind hoch und über den Zugang zu Bestandskunden (und Markenbekanntheit) der Anbieter kann man effizient hohe Geschäftsvolumina erreichen. In Deutschland habe ich als Hinderungsgrund vor allem die Macht der Banken identifiziert.

Neue Gründe für Geldanlageangebote durch Non-Financials

Heute sind die Margen in der Geldanlage immer noch sehr hoch (siehe z.B. hier). Durch stark verbesserte Informationstechnologie und verändertes Kundenverhalten ist der Zugang zu Bestandskunden aber viel einfacher und billiger geworden. Und deutsche Banken sind heute alles andere als machtvoll.

Die Markteintrittsbarrieren in den Geldanlagebereich haben sich also stark geändert. Während es früher sehr teuer und aufwändig war, einen neuen Anbieter zu gründen, ist das heute sehr einfach. Mit weniger als fünfzigtausend Euro kann man einen weitgehend individualisierten Geldanlageanbieter (Robo-Advisor) gründen (Hinweis in eigener Sache: Dabei hilft meine Firma Diversifikator gerne).

Kritiker können einwenden, dass es schon viele Robo-Advisors gibt, von denen die meisten nicht erfolgreich sind (siehe hier). Das stimmt. Sie sind aber vor allem deshalb nicht erfolgreich, weil sie nicht genug Kunden akquirieren können bzw. die Kosten dafür zu hoch sind. Autohersteller, Energie- und Telekomunternehmen aber auch Einzelhändler haben aber einen riesigen Kundenstamm. Und es gibt genug Marktpotential.

Hoher Bedarf

Die Debatte um die Vorschläge von Friedrich Merz zur Förderung der privaten Aktienanalage (siehe z.B. hier) zeigt es wieder auf: Einerseits liegt sehr viel Geld auf wenig attraktiven Sparkonten, und anderseits ist sehr wenig Geld in Aktien investiert. Grundsätzlich gibt es also ein hohes Marktpotential für Aktienanlagen.

Weit offene Marktlücken, u.a. ESG

Das Problem ist, dass deutsche Anleger sehr skeptisch in Bezug auf Aktienanlagen sind. Das Telekom-Volksaktienfiasko, das Platzen der dot.com Blase und die Finanzkrise 2008 haben deutliche Spuren hinterlassen. Auch die aktuellen Aktienmarktverluste werden das Potential zumindest kurzfristig begrenzen. Hinzu kommt, dass Anleger die Finanzmärkte zumindest bis vor Kurzem für überbewertet hielten.

Intelligenten Marketingexperten mit ausreichenden Budgets sollte es aber trotzdem möglich sein, potentielle Anleger davon zu überzeugen, dass zumindest Sparpläne, bei denen dauerhaft relativ kleine Summen angespart werden, Sinn machen.

Denn gibt es sogar eine Marktlücke, die von traditionellen Anbietern bisher noch nicht konsequent angegangen wird, nämlich sogenannte nachhaltige oder verantwortungsvolle Geldanlagen (siehe hier).

Es ist inzwischen ziemlich unstrittig, dass man mit verantwortungsvollen Geldanlagen nicht auf Rendite verzichten muss und auch keine höheren Risiken als mit traditionellen Geldanlagen haben muss (siehe hier). Verantwortungsvolle Geldanlagen machen aber erst einen sehr kleinen Teil aller Geldanlagen aus. Hinzu kommt, dass viele der als verantwortungsvoll angebotenen Geldanlagen bei näherer Analyse stark verbesserungsfähig sind: Sie nutzen entweder zu geringe Anforderungen an Nachhaltigkeit und/oder sind zu teuer (siehe hier).

Anders herum: Es besteht noch eine große Marktlücke für streng verantwortungsvolle und kostengünstige Geldanlagen (wie sie – oh Wunder – meine Firma Diversifikator auch Dritten anbietet).

Damit kann sogar CSR verbessert werden

Ob Eigenanlagen der Vermögen von Unternehmen nachhaltig erfolgen, wird typischerweise heute schon bei der CSR-Beurteilung von Unternehmen berücksichtigt. Wie bei sogenannten verantwortungsvollen Geldanlagen generell sind mir die Kriterien dabei aber oft zu „weich". Ich bevorzuge zahlreiche Ausschlüsse und Mindestanforderungen für die Kriterien Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (siehe DVFA).

Es sollte sich aber auch positiv auf CSR- bzw. ESG- (Environmental, Social, Governance) Beurteilungen von Unternehmen auswirken, wenn diese ihren Mitarbeitern und Kunden „gute" günstige Geldanlagen anbieten würden.

Mein CSR-Favorit: Portfolio streng verantwortungsvoller deutscher Aktien

Dabei habe ich konkrete Idee für solche Portfolios: Mein Favorit ist ein nach strengen verantwortungsvollen Kriterien selektiertes Portfolio deutscher Aktien, wie z.B. das Deutsche Aktien ESG Portfolio meiner Firma Diversifikator (Portfoliodetails siehe „Downloads" und hier). Ein vergleichbares Portfolio gibt es meines Wissens woanders nicht. Bei Bedarf kann es relativ einfach angepasst werden, z.B. wenn dem Anbieter des Portfolios einzelne der im Standardportfolio enthaltenen Aktien nicht gefallen.

Als Sparplanangebot sind die Verlustrisiken eines solchen Portfolios überschaubar. Risikoscheuen Anlegern könnten Kombinationen des Portfolios mit sicheren Anlagen angeboten werden. Außerdem kann bei Bedarf ein zusätzliches Risikomanagement erfolgen.

Inzwischen ist die Technik so weit, dass ein solches Portfolio Mitarbeitern aber auch Kunden sehr günstig angeboten werden kann.

GAFA als Schreckgespenst

Unter Fintechs (Finanztechnikunternehmen), vor allem Robo-Advisors, aber auch traditionellen Anbietern geht heute die Angst um, dass Google, Amazon, Facebook und/oder Apple (GAFA) zu Konkurrenten werden könnten. Im „Paymentbereich" ist das längst Realität. Mit eigenen Geldanlageangeboten halten sich die GAFAs, anders als vergleichbare chinesische Anbieter, aber noch zurück.

Anbieterkandidaten für "CSR-Portfolios": Telekom, Otto, Rewe und viele mehr

Deutsche Unternehmen, die etwas für ihre „grünes" Image tun wollen, sollten proaktiv tätig werden. Das wäre etwas für Unternehmen wie die Deutsche Telekom, Telefonica, die Deutsche Post, Daimler und BMW, die Commerzbank, BMW, TUI, Hugo Boss, Lufthansa und/oder Puma, die aktuell alle im oben genannten Portfolio enthalten sind. Allerdings erfolgt gerade die jährliche Überprüfung, so dass sich ab Januar die Zusammensetzung ändern kann.

Aber auch andere Unternehmen, die sich mit „guten" Produkten einen Namen machen wollen wie Lidl, Aldi, Tengelmann, Rewe, Tegut, Otto etc., könnten ihren Mitarbeitern und Kunden

solche Produkte anbieten. Dafür brauchen sie nicht mal eine eigene Lizenz, denn die kann man inzwischen günstig „mieten“. Die Produkte können auch (zunächst) unter fremden Namen vermittelt werden, um das Reputationsrisiko zu senken.

Wer wird der erste mit einem überzeugenden Angebot sein?

ESG ALS CHANCE ODER BEDROHUNG FÜR AKTIVE FONDSANBIETER? (3-2019)

Vor Kurzem hat ein Vorstand von einem der ganz großen Fondsanbieter mich um meine Antworten auf vier für ihn wichtige Fragen gebeten. Hier sind seine Fragen und meine Antworten:

Vertragen sich passive Anlagen mit aktivem ESG-Management?

Passiv ist passiv und sollte nicht mir aktivem ESG-Management vermischt werden. Meine Antwort auf diese Frage ist daher „Nein“.

Die Frage ist aber natürlich, was genau unter aktiv und passiv verstanden wird. Ich sehe z.B. eine voll regelbasierte Strategie, die zur häufigen Veränderung von Portfolios führen kann, als passiv an (siehe auch hier). Beispiel: Ich nehme nur Aktien ins Portfolio, die Top E, S und G Scores haben. Dazu nutze ich einen Datenlieferanten. Wenn dieser unterjährig die E, S und G Scores – z.B. unter Nutzung von maschinellem Lernen – häufig verändert, kann das Portfolio automatisch angepasst werden und ist trotzdem noch passiv, solange die Regeln nicht geändert werden (siehe z.B. hier).

Das kann allerdings zu relativ hohen Transaktionskosten führen. Anleger erwarten von passiven Portfolios jedoch niedrige Kosten. Durch den Vorabausweis erwarteter Gesamtkosten inklusive Transaktionskosten kann Transparenz geschaffen werden. Deshalb sollte man den Begriff „passiv“ durch „regelbasiert“ ersetzen und um „transaktionsfrei“ bzw. „transaktionsarm“ ergänzen, um Klarheit zu schaffen.

Aktiv ist ein Portfolio demnach, wenn es nicht komplett regelabhängig ist. Dazu gehören alle diskretionären Portfolioeingriffe. Auch sogenanntes Engagement bzw. Stimmrechtsausübungen dürften nur schwer regelbasiert umsetzbar sein. Allerdings kann man geteilter Ansicht sein, ob man lieber ohne Engagement in die besten Unternehmen oder mit Einflussnahme in eher schlechtere Unternehmen investieren sollte (siehe hier).

Sind die Anreize für passive Manager nicht konträr zur einem konsequenten ESG-Management?

Einerseits stimmt das: „Passive“ Produkte werden oft als besonders günstig beworben/angeboten und Anbieter können Kosten sparen, wenn sie keine bzw. nur geringe Kosten für ESG haben.

Andererseits ist zu erwarten, dass Anleger bei zwei vergleichbaren Produkten eher das verantwortungsvolle als das traditionelle Produkt kaufen (siehe z.B. hier). Der Anbieter eines passiven ESG-Produktes hat also Anreize, ESG-Daten zu nutzen. Ich würde die Frage daher mit Nein beantworten.

Wer profitiert und wer verliert von den langfristigen Trends zu mehr passiven Anlagen und zu mehr ESG-Anlagen?

Wenn die Trends zu passiven und ESG Anlagen anhalten, werden Fondsanbieter mit diesen Schwerpunkten davon profitieren. „Aktive" Manager müssen schon heute ESG Aspekte für institutionelle Anleger berücksichtigen.

ESG wird meiner Erwartung nach immer wichtiger für aktive Manager werden, d.h. ESG wird immer stärker die Allokation und die Titelselektion bestimmen (siehe z.B. hier). Mit dem Trend zu passiven Anlagen wird zudem Druck auf die Kosten „aktiver" Fondsanbieter ausgeübt. Das wird dazu führen, dass die komplette Wertschöpfungskette aktiver Anbieter optimiert werden muss.

Ich erwarte daher unter anderem, dass ähnlich wie schon Vanguard, Fidelity, Schwab etc., auch europäische Assetmanager zusätzlich zu ihren bisherigen Vertriebswegen „prozesseffiziente" Robo-Advisors für ihre Vermittler und Endkunden anbieten werden (siehe hier).

Aktive Assetmanager, die frühzeitig auf ESG-Angebote und Automatisierung setzen, werden dabei Vorteile gegenüber anderen aktiven Managern haben. Aufgrund der großen Vielfalt möglicher ESG-Portfolios werden zudem die Vermögensverwalter im Vorteil sein, die auch kleine (ESG-)Portfolios effizient (risiko-)managen können.

Welcher Marktanteil passiver Anlagen zerstört die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes?

Ich denke nicht, dass Kapitalmärkte zusammenbrechen würden, selbst wenn sie 100% passiv (im Sinne von regelbasiert) wären. Hier sind meine Thesen im Detail:

Erstens: Aktives Management bringt im Schnitt dauerhaft keine Outperformance. Manche aktiven Manger werden künftig weiterhin zeitweise outperformen, aber es gelingt selbst Profis nur sehr selten, diese Manager vorab zu identifizieren.

Zweitens: Aktive Manager haben oft breite Produktpaletten, unter denen es fast immer auch Outperformer für Vergangenheitsperioden gibt. Außerdem gibt es modische Anlagethemen. In beiden Kategorien wird Beratern/Vermittlern/Anlegern künftige Outperformance – unterlegt mit Marketingaufwendungen – suggeriert. Es wird daher weiter zahlreiche „aktive" Angebote geben.

Drittens: Selbst bei einem Provisionsverbot werden Berater/Vermögensverwalter sich mit angeblich besonders guten Prognose- und/oder Selektionsfähigkeiten profilieren wollen. Sie

werden dabei auch deshalb gerne aktive Fonds nutzen, u.a. weil dadurch das Selektionsuniversum erhöht und die Transparenz für Anleger reduziert wird.

Viertens: ESG bietet aktiven Managern ein besonders attraktives Feld, weil es viele ESG-relevante News gibt, die genutzt werden können und weil einfach nachvollziehbare aktive Einflussnahme auf Emittenten genommen werden kann. Dabei ist von Vorteil, dass man nicht unbedingt beweisen muss, dass die News oder das Engagement die Performance erhöhen.

ESG-Investments: Warum weder aktive Fonds noch ETFs ideal sind (6-2019)

Geldanlage-Laien und Profis beschweren sich über die geringe Standardisierung und die Unübersichtlichkeit von sogenannten Environmental, Social- und Governance- bzw. ESG-Investments. Dabei ist es gar nicht so schwer, Transparenz zu bekommen. Wenn man Transparenz erreicht hat wird aber auch schnell klar, dass Kompromisse nötig sind. Trotzdem spricht fast alles für verantwortungsvolle Investments.

ESG-Investments: Viele ESG Ratingagenturen

Was ein verantwortungsvolles Investment ist und was nicht, wird sehr unterschiedlich beurteilt. Inzwischen gibt es mehrere hundert Firmen weltweit, die Analysen von Geldanlagen im Hinblick auf „Verantwortlichkeit“ verkaufen. Aber deren Bewertungen fallen oft unterschiedlich aus. Daran wird auch die kommende EU Regulierung zur Taxonomie verantwortungsvoller Anlagen wenig ändern.

Dabei kommt man mit ein wenig Recherche und einem gesunden Menschenverstand schon relativ weit mit der Beurteilung von Geldanlagen im Hinblick auf ihre Verantwortlichkeit.

ESG-Investments: Viele ESG Indizes

Fangen wir mit sogenannten passiven bzw. Indexinvestments an. Die meisten in Deutschland angebotenen Indexfonds bzw. ETFs (Exchange Traded Fonds) basieren auf den Indizes von MSCI. MSCI bietet inzwischen etliche sogenannte verantwortungsvolle Indizes an. Für einige davon kann man auch in Deutschland ETFs kaufen.

Wenn man versucht, den Unterschied zwischen den SRI, ESG, ESG Leaders etc. Indizes zu verstehen, kann man sich zunächst an der Anzahl der Indexkomponenten orientieren. Ich gehe dabei davon aus, dass die „Verantwortlichkeitsregeln“ umso strikter sind, je weniger Komponenten im jeweiligen Index übrigbleiben.

Anzahl der Aktien und Tracking Error sind wichtig

Der sogenannte MSCI All Countries World Index (ACWI) beinhaltete Ende März 2771 Aktien. Der MSCI ACWI ESG Universal Index hatte zum gleichen Zeitpunkt 2453 Aktien, also 318 Aktien bzw. 11,5% weniger Bestandteile. Das übliche Performance-Abweichungsmaß Tracking Error lag laut MSCI zu dem Zeitpunkt bei knapp 1%, war also sehr gering (Quelle MSCI).

Der Tracking Error ist die Standardabweichung von Indexabweichungen zwischen einem Portfolio und seiner Benchmark und sagt nichts über Performanceunterschiede aus, die positiv oder negativ sein können.

Der MSCI ACWI ESG Leaders Index umfasste Ende Mai 1225 Aktien, das waren zu dem Zeitpunkt etwa 43% aller MSCI ACWI Bestandteile. Die Nachhaltigkeitsselektion dieses Indexes war also strenger als die des „normalen" ESG Indexes. Dafür war der Tracking Error mit 1,24% etwas höher.

ESG-Investments: SRI Ansatz ist am striktesten

Der MSCI ACWI SRI Index (Socially Responsible Investments) nutzt die meisten Ausschlüsse und kommt auf 567 Aktien, also ungefähr 20% Anteil am ACWI. Der Index hat einen Tracking Error von knapp über 1,5% zum Originalindex (siehe auch http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/).

All diese „verantwortungsvollen" Indizes wurden so konstruiert, dass sie trotz geringer Anzahl von Komponenten relativ eng am Vergleichsindex kleben. Wenn man die Indexregeln analysiert stellte man denn auch fest, dass die Indexanbieter sich bemühen, möglichst viele Branchen und Länder in ihren verantwortungsvollen Indizes aufzunehmen bzw. mit wenig harten Ausschlüssen zu arbeiten. Deshalb findet man z.B. auch meist große Ölunternehmen in den „verantwortungsvollen" Indizes.

ESG-Investments: Themen- und Spezialindizes

Zusätzlich bietet MSCI weitere „verantwortungsvolle" Spezialindizes an, die aber Themenindizes sind und die nicht den Anspruch haben, den Weltaktienmarkt widerzuspiegeln: Low Carbon, Catholic Values, Islamic, Impact (https://www.msci.com/esg-indexes).

Der Islamische Index z.B. umfasst 821 Aktien, also etwa 29% des MSCI ACWI und hat einem Tracking Error von leicht über 3%.

Der MSCI Sustainable Impact Index hat 106 Komponenten und einen Tracking Error von über 5%. Er ist damit einer der „striktesten" verantwortlichen Indizes von MSCI. Er enthält Unternehmen wie Kimberley Clark, Procter & Gamble, Johnson Matthey, Danone, BYD, Samsung, Rockwell, Osram, Geberit, Unilever. Das Impact-Konzept wir so sehr weit interpretiert.

Die BNP hat gerade einen neuen ETF auf einen anderen Index aufgelegt, den BNP PARIBAS EASY ECPI Circular Economy Leaders. Der zugrunde liegende Index liegt offenbar ebenfalls nahe am MSCI Weltindex und viele der Komponenten sehen nicht unbedingt nachhaltig aus.
Es gibt aber auch andere Spezialindizes wie z.B. den nx-25 Naturaktienindex (siehe hier), der mit nur 25 Titeln, unter denen auch Small Caps sein dürfen, keinen Tracking-Error Ansatz verfolgt und deshalb viel freier in seiner Gestaltung ist.

ESG-Investments: Das Tracking Error Limitproblem

Einen Anhaltspunkt dazu, mit welchen Tracking Error man rechnen muss, ergibt eine Simulation von Vanguard für den Russell 3000 Index. Dabei errechnen die Autoren bei 500 von 3000 Titeln einen typischen Tracking Error von 1,8% und bei 50 einen von 6,3% (siehe Chris Tidmore & all: "How to increase the odds of owning the few stocks that drive returns", Vanguard, Feb. 2019, S. 7, siehe hier).

Institutionelle Geldanleger setzen oft relativ niedrige Tracking Error Obergrenzen für ihre Geldanlagemanager fest, die deshalb oft gar keine streng nachhaltigen Portfolios umsetzen dürfen (siehe auch hier http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/).
Ein Tracking-Error Ansatz für Indizes ist aber eigentlich quatsch: Der Index sollte selbst die Messlatte sein, nicht ein anderer Index. Indizes mit Tracking Error Management bzw. offizieller Benchmark sind daher immer nur abgeleitete und keine Primär-Indizes.

ESG-Investments: Aktive Fonds mit Nachteilen

Wenn man nicht an einen Index gebunden ist, ist man freier in der Aktienselektion und kann grundsätzlich konsequenter nachhaltig investieren (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/esg-als-chance-oder-bedrohung-fuer-aktive-fondsanbieter/). Ich habe keine Analyse zur typischen Anzahl von Aktien in einem verantwortungsvollen globalen Aktienfonds gefunden. Aber ein „normaler" aktiv gemanagter globaler Aktienfonds umfasst typischerweise ca. 60 Titel (https://www.economist.com/finance-and-economics/2018/03/10/active-fund-managers-hold-fewer-and-fewer-stocks).

Wenn man die einzelnen Komponenten aktiv gemanagter verantwortungsvoller Fonds untersucht, können diese aus Sicht eines streng nachhaltigen Anlegers trotzdem oft nicht überzeugen. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass auch nachhaltige Fonds oft traditionelle Benchmarks nutzen, von denen sie nicht zu stark abweichen wollen.

Das liegt aber auch daran, dass nachhaltige Fonds aktiver Manager sich an den nicht-nachhaltigen „Originalfonds" dieser Manager orientieren. Bei den „Originalfonds" werden Selektionskriterien wie Value, Growth, Size und andere genutzt, um zum Zielportfolio zu kommen. Die „verantwortungsvollen" Varianten dieser Fonds ergänzen diese Selektionskriterien meist nur um Nachhaltigkeitskriterien. Damit nutzen verantwortungsvolle Fonds traditioneller aktiver Fondsmanager Nachhaltigkeitskriterien meist nur als ergänzende und nicht als Hauptkriterien.

ESG-Investments: Am besten konzentrierte Indizes ohne Tracking Error Restriktion nutzen

Der oben erwähnte nx-25 ist für ökologisch orientierte Anlagen attraktiv: Er ist konzentriert und Tracking-Error bzw. -benchmarkunabhängig. Allerdings stehen ökologische Selektionskriterien im Vordergrund und nicht soziale bzw. Unternehmensführungskriterien und die Selektion wird vom Indexbeirat und nicht von transparenten Regeln bestimmt.

Ende 2016 hat meine Firma Diversifikator daher eigene „Indizes" (Portfolios genannt) eingeführt, bei denen Umwelt-, Sozial- und Governanceratings die wesentlichen Selektionskriterien sind (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/regelaenderungen-fuer-2019-

die-portfolios-mit-den-wohl-strengsten-esg-anforderungen/). Typische ESG Indizes verwenden aggregierte ESG-Ratings. Diversifikator nutzt aber separate Mindestwerte für E, S und G. So können schlechte soziale oder ökologisches Ratings nicht durch gute Unternehmensführung kompensiert werden.

Alle Regeln (siehe https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/190120-Das-Diversifikator-Buch.pdf) , Komponenten (siehe „Downloads“ auf www.diversifikator.com), auch die „historischen“ (siehe https://diversifikator.com/de/archiv/#/) und die Tagesdaten („historische Zeitreihen“) werden aufgeführt.

Zunächst wurden ESG-Indizes für Deutsche Aktien, globale Infrastrukturaktien und globale Immobilienaktienaktien und REITs eingeführt, die wohl ersten derartigen ESG Indizes weltweit. 2017 kamen weitere Indizes hinzu, z.B. der globale Aktienindex mit 30 Komponenten und einer mit sogar nur 5 Aktien.

Die Performance der Indizes ist bisher attraktiv (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/3-jahre-diversifikator-gute-rendite-aber-80-prozent-anders-ist-schwer-zu-verkaufen/). Grafisch kann man z.B. einen guten Gleichlauf des globalen ESG Indizes mit einem ETF auf den MSCI Welt feststellen (siehe Grafiken unter „Performance“). Die gemessene Korrelation mit dem ETF ist mit 0,56 jedoch ziemlich gering.

ESG-Investments: Zusammenfassung

Je konzentrierter ein Portfolio ist, desto konsequenter nachhaltig kann es sein. Je transparenter ein solches Portfolio nachvollziehbar ist, umso besser. Nachhaltige aktive Fonds sind aber oft intransparent und relativ teuer im Vergleich zu Indexfonds (aktive nachhaltige Fonds werden Vergleichs-ETFs wohl nur selten outperformen, siehe auch http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/). Sie nutzen ESG-Kriterien zudem oft nur als Zusatzkriterien.

Insgesamt kann man feststellen, dass auch konzentrierte „verantwortungsvolle“ Indizes attraktive Renditen bei vertretbaren Risiken und relativ geringen Abweichungen von traditionellen Benchmarks ermöglichen. Man sollte aber darauf achten, dass soziale und ökologische Kriterien nicht durch gute Governance oder Tracking Error Limits „überschrieben“ werden.

ESG-Kritiker: Große aktive Fondsanbieter in der Defensive (3-2020)

ESG-Kritiker haben es schwerer: Im Herbst 2018 sprach noch niemand von Fridays for Future oder der EU Nachhaltigkeitstaxonomie. Zu dem Zeitpunkt gab es auch noch keine aktiv vermarkteten ESG-Fonds für Privatkunden von großen deutschen Anbietern und generell nur wenige aktiv vermarktete ESG Angebote für Privatanleger. Das hat sich inzwischen stark geändert.

Bei der Umsetzung gibt es aber sehr große Unterschiede. Vor allem große Anbieter und Investoren wehren sich gegen strenge ESG-Kriterien, weil das ihr Anlageuniversum zu sehr

beschränken würde (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/).

ESG-Kritiker sind aber nicht mehr so häufig zu hören wie noch vor einem Jahr. In der Fondsbranche waren ESG-Kritiker bis Ende 2018 gefühlt sogar klar in der Überzahl. Inzwischen ist ziemlich unstrittig, dass die Nutzung von Environmental-, Social- und Governancefaktoren für die Geldanlage eher vor- als nachteilhaft ist. Das gilt für Renditen und Risiken (siehe hier) und auch das Marketing (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/esg-paradox-einfach-zu-verkaufen-und-trotzdem-nicht-angeboten/).

ESG-Kritiker: Tracking Error Vorgaben der Anleger sind das Problem

Große Geldanlageanbieter behaupten oft, dass man nur sehr wenige Großunternehmen aus Nachhaltigkeitsgründen aus ihren Portfolios ausschließen könne. Dazu werden mehrere Gründe aufgeführt, vor allem Benchmarkorientierung (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/) und große Anlagevolumina. Auch große institutionelle Anleger wollen ebenfalls meist nur einen möglichst geringen Tracking Error zu traditionellen Benchmarks haben. Der große Fondsratingspezialist Morningstar hat prinzipiell aber nichts gegen Ausschlüsse (siehe hier).

Große Anleger und viele Fonds haben eine globale Anlageperspektive. Viele nutzen deshalb Benchmarks wie den MSCI Welt zur Orientierung. Solche Benchmarks enthalten meist zahlreiche „kritische“ Titel aus Nachhaltikeitssicht.

Wenn Anleger davon nicht stark abweichen wollen, dürften sie aber eigentlich aus Kostengründen nur in möglichst günstige Indextrackern investieren. So würden sie ihr Geld den größten Unternehmen weltweit geben und am meisten den am höchsten bewerteten Unternehmen bzw. den Anleiheemittenten mit den höchsten Schulden.

Das ist nicht unbedingt sinnvoll. Ich schlage deshalb vor, streng „verantwortungsvolle“ Benchmarks als offizielle Portfoliobenchmarks zu nutzen (siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/). So würde das meiste Geld den nachhaltigsten Unternehmen zufließen. Das ist aber leider unrealistisch.

ESG-Kritiker: Performancedruck auf traditionelle aktive Fonds

Aber andererseits weichen fast alle Geldanleger auch heute schon von traditionellen Indizes ab und entsprechend offerieren auch Fondsanbieter nicht nur passive und möglichst breite Indexfonds. In der Realität legen die meisten auch professionellen Anleger einen Großteil ihres Geldes in sogenannten aktiven Fonds an. Diese wollen Outperformance gerade durch Abweichungen von Indizes generieren.

Allerdings produzieren sie nur selten eine positive Outperformance. Aggregiert generieren solche Manager fast immer eine schlechtere Performance als passive Indizes.

ESG-Kritiker: Große Anbieter am stärksten bedroht?

Viele, auch sogenannte „aktive“ Manager, vermeiden zu starke Abweichungen von traditionellen Indizes, weil sie Angst vor zu starker Underperformance haben. Das gilt für allem für Anbieter großer, etablierter Fonds. Außerdem müssen große Anbieter viel Geld anlegen und präferieren daher große, teilweise schon überbewertete Titel. Dafür verlangen sie oft hohe und für sie attraktive Managementgebühren.

Relativ hohe Gebühren für sogenannte „Index Hugger“ werden schon heute stark kritisiert. In Großbritannien laufen dazu sogar intensive offizielle Untersuchungen (siehe z.B. hier beim Evidence Based Investor Robin Powell) und in Norwegen wurde jüngst ein „aktiver“ Fondsanbieter zu Strafzahlungen verurteilt, weil er zu passiv war (s. hier).

ESG-Kritiker: Besser keine ESG-Standards?

Wenn Großanleger bzw. große Fonds ihre Anlagen nachhaltiger anlegen wollen und trotzdem indexnah, könnten sie auf sogenannte nachhaltige Benchmarks umstellen.

Wenn alle Anleger ihr Geld gleichzeitig von den aktuellen Indexschwergewichten abziehen würden und es in die selben nachhaltigen (kleineren) Zielunternehmen anlegen würden, wäre das aber wohl auch nicht unbedingt gut. Das Risiko sehe ich aber nicht, denn es gibt keine anerkannten Standards für Nachhaltigkeit bzw. entsprechende Indizes.

Wenn es einen anerkannten Nachhaltigkeitsstandard geben würde, würde viel Anlegergeld überwiegend in dieselben Unternehmen fließen. Ohne solche Standards wäre das Problem geringer. Vielleicht ist es also ganz gut, dass „verantwortungsvoll“ oder nachhaltig bisher nicht einheitlich definiert wird.

Daseinsberechtigung aktiver Fonds gefährdet?

Professionelle Anbieter von Geldanlagen, also Fondsanbieter und andere Asset Manager sowie individuelle Vermögensverwalter, tun sich schwer damit, auf verantwortungsvolle Geldanlagen umzustellen. Sie haben oft langjährig und kostenintensiv aber letztendlich sehr profitabel Fonds entwickelt, mit denen Anleger angeblich etwas Besonders bekommen: Besonders viel Rendite, besonders niedrige Risiken oder einen besonderen Zugang zu speziellen Anlagesegmenten.

Ihre Anlagemodelle sind oft sehr „sensibel“. Wenn sie nur kleine Änderungen an ihren Anlageregeln vornehmen, z.B. ein zusätzliches Nachhaltigkeitskriterium einführen, könnten sich die Anlageportfolios oft erheblich verändern. Das (intern) zulässige Anlageuniversum würde im Zweifel kleiner werden und die Vergangenheitsergebnisse der Fonds wären nicht mehr aussagekräftig, was für Fonds mit guten vergangenen Ergebnissen wohl nachteilig wäre. Einige dieser Anbieter ignorieren oder wehren sich deshalb gegen Nachhaltigkeitsansätze oder wollen lasche Vorgaben, die zu möglichst wenigen Änderungen in ihren aktuellen Portfolios führen. So kann man aber keine ernsthaft verantwortungsvollen Portfolios aufbauen.

Pragmatischer Nachhaltigkeitstest

Der erste einfache Nachhaltigkeitstest ist der Blick auf die Benchmark und die erlaubte Abweichung von dieser. Wenn eine sehr breite Benchmark genutzt wird, die Abweichung von

dieser (Tracking Error oder Tracking Differenz genannt) nicht zu groß werden soll oder sich sehr viele Titel in einem Portfolio befinden, ist ein strenger Nachhaltigkeitsfokus selten.

Der zweite Test: Ich sehe mir das jeweilige Portfolio an. Wenn ich dort Bestandteile finde, die auf Ausschlußlisten stehen könnten, bin ich skeptisch, ob das Portfolio wirklich verantwortungsvoll ist. Das gilt zum Beispiel für Rüstungslieferanten, Ölkonzerne, traditionelle Energieversorger aber auch chinesische Konzerne oder „Datenkraken". Dieser Test hat natürlich seine Grenzen, da ich meist nicht die aktuellen Zusammensetzungen der Fonds und auch nicht alle möglicherweise kritischen Unternehmen kenne.

Der dritte Test ist deshalb, die Anlagepolitik des Portfoliomanagers zu verstehen. Das gilt in diesem Zusammenhang natürlich vor allem für den Nachhaltigkeitsansatz (siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-fuer-stiftungen-ein-tool-fuer-die-anlagepolitik/).

Anhand der Indexselektion bzw. der Titelanzahl kann man auch nachhaltige ETFs vergleichen. So haben Socially Responsible Indizes (SRI) bzw. ETFs typischerweise weniger Wertpapiere im Index/Portfolio als vergleichbare ESG Indizes/ETFs (siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/).

ESG-Kritiker: Greenwashingrisiko

Wenn man sich die Nachhaltigkeitsaktivitäten großer Assetmanager ansieht, stellt man fest, dass zwar auf institutionelle Nachfrage hin Portfolios geändert wurden, für Privatanleger wird aber bisher kaum etwas gemacht. „Verantwortungsvolle" Produktangebote sind oft nur minimal veränderte Standardfonds mit Maßnahmen, die bisherige Portfolios kaum ändern. Dazu gehören Ausschlüsse von Segmenten wie Streubomben, in die man sowieso nie investiert hat.

Dazu gehören aber auch Stimmrechtsausübungen und angebliches Engagement für nur wenige Portfoliobestandteile oder in Bezug auf wenige Punkte. Starke Veränderungen zum Besseren kann man deshalb bisher nur bei wenigen Unterenhmen festestellen. Außerdem findet man einige Unterzeichner von Selbstverpflichtungen wie den UN PRI, die selbst bisher nur wenig nachhaltig sind (siehe auch http://prof-soehnholz.com/esg-enttaeuschung-kritik-an-asset-managern-und-taxonomie/).

ESG-Kritiker: Kleine Nachhaltigkeitsspezialisten und große Indexanbieter als Gewinner

Auf der Anbieterseite gibt es nur wenige „natürliche" Gewinner strengerer Nachhaltigkeitsvorgaben. Das sind einerseits kleine Anbieter, die schon seit Längerem versuchen, konsequent für viele/alle ihrer Angebote auf Nachhaltigkeit zu setzen.

Außerdem könnten auch große Indexfondsanbieter gewinnen. Es ist zu erwarten, dass verantwortungsvolle Indizes künftig viel wichtiger werden (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/esg-indexzukunft-sehr-positiv/). Wenn Anleger in großem Stil von traditionellen Indizes auf verantwortungsvolle Indizes umschichten, sollten

Indexfondsanbieter davon profitieren, da sie solche Produkte wahrscheinlich zumindest anfangs relativ teuer verkaufen können.

Große Anbieter traditioneller aktiver Fonds werden es dagegen schwer haben, ihre Fonds auf streng nachhaltige Kriterien umzustellen und dabei ihre Anleger zu halten (siehe auch http://prof-soehnholz.com/haben-fondsanbieter-angst-vor-reportingtransparenz/).

Gutes Potential für „Ökobanken“ und Risiken für traditionelle Banken

Ähnliches gilt auch für Berater und Vermittler. Wer nicht frühzeitig und ernsthaft nachhaltige Angebote macht, wird es künftig schwer haben. Das spricht für starkes Wachstum für Anbieter wie die GLS, die Sozialbank und die Triodos Bank und gegen viele andere Banken und Vermögensverwalter, wenn sie sich nicht rechtzeitig umstellen.

Direct ESG Indexing: Die beste ESG Investmentmöglichkeit auch für Privatkunden? (4-2019)

Direct Indexing bedeutet typischerweise eine direkte Indexnachbildung ohne die Nutzung von „Verpackungen“ wie Investmentfonds oder strukturierten Produkten. Direct ESG Indexing ist neu.

Direct Indexing: Steuerliche Gründe in den USA

In Bezug auf Privatkunden wurde Direct Indexing bisher vor allem für vermögende Anleger in den USA genutzt, um indexnahe und gleichzeitig steuereffiziente Portfolios zu generieren. Anleger sollen so von der niedrigeren Besteuerung langfristiger im Vergleich zu kurzfristigen Veräußerungsgewinnen profitieren (siehe z.B. hier).

Die technische Entwicklung ermöglicht eine relativ günstige Umsetzung auch für Indizes mit zahlreichen Positionen. So bietet Wealthfront, einer der größten unabhängigen Robo-Advisors, Direct Indexing inzwischen für Geldanlagen ab einhunderttausend Dollar an (siehe hier).

Deutschland: Eher Direct ESG Indexing erwartet

In Deutschland gibt es keine besonders starken Argumente, um Direct Indexing aus steuerlichen Gründen zu nutzen (anders: hier). Aber es gibt Gründe für Direct ESG Indexing. Passives beziehungsweise Indexinvesting gilt als attraktiv, weil es sogenannte aktive Portfoliomanager meist nicht schaffen, vergleichbare Indizes zu schlagen (siehe z.B. hier).

Neuerdings sind nicht nur institutionelle sondern auch Privatanleger stark an verantwortungsvollen Investments interessiert (siehe hier).

Seit ein paar Jahren gibt es Indizes, deren Bestandteile aufgrund von Umwelt-, sozialen und Unternehmensführungsaspekten ausgewählt werden. Passive Indexprodukte für Privatkunden werden meist ESG-ETFs (Environmental, Social, Governance-) oder SRI-ETFs (Socially Responsible Investment) genannt.

Einer der wesentlichen Kritikpunkte an solchen Indizes bzw. Produkten sind die jeweiligen Selektionskriterien, die stark nachhaltig orientierten Anlegern nicht streng genug sind (siehe hier).

Direct ESG Indexing ist ein neuer Ansatz, mit dem verantwortungsvolle Indizes (Taxonomie siehe z.B.hier) durch Ausschlüsse einzelner Positionen auf individuelle Verantwortlichkeitsverständnisse angepasst werden sollen (siehe hier).

Kosteneffizient durch Robo-Advisors und Self-Indexing
Durch günstige neue technische Möglichkeiten, wie sie z.B. von Robo-Advisors genutzt werden und zunehmend mehr deutsche Depotbanken, die auch Aktienbruchstücke effizient abwickeln können, hat Direct Indexing auch für „Normalanleger“ Potential.

Anleger dürfen kommerzielle Indizes jedoch nicht ohne Weiteres nachbilden. Selbst große ETF-Anbieter bemängeln, dass Lizenzkosten von Indizes, speziell die von verantwortungsvollen Indizes, hoch sein können.

Hohe Kosten für teure Lizenzen können durch die Nutzung eigener ESG-Indizes (Self-Indexing) vermieden werden. Self-Indexing für verantwortungsvolle Indizes ist einfach und sogar wichtiger als für traditionelle Indizes. Ein ESG-Index ist schnell erstellt: So kann man z.B. die nach ESG-Kriterien besten 30 deutschen börsennotierten Aktien gleichgewichten und als Index bezeichnen (siehe z.B. hier). Self-ESG-Indexing ist auch wichtig, weil es zwar sehr viele traditionelle aber nur relativ wenige verantwortungsvolle Indizes gibt.

Eigenentwickelte ESG-Indizes sollten auch einfacher zu vermarkten sein als eigenentwickelte traditionelle Indizes, weil sich noch keine Marktstandards für verantwortungsvolle Indizes etabliert haben.

Strengere und individuellere ESG-Portfolios darstellbar

Direct ESG Indexing steht damit im Wettbewerb zu ESG- bzw. SRI-ETFs aber auch zu individuellen ESG/SRI-Vermögensverwaltungen. Der Unterschied zu Letzteren ist die Investmentphilosophie, also typischerweise die transparente Regelgebundenheit und die weitgehende Unabhängigkeit von diskretionären Entscheidungen, Prognosen und Optimierungsmodellen (siehe hier).

Erstaunlich ist, dass ich bisher weder in den USA noch im deutschsprachigen Bereich Direct ESG Indexangebote finden konnte. Ich helfe gerne dabei, solche Angebote zu entwickeln.

DIVIDENDENPORTFOLIOS SIND IMMER (NOCH) SINNVOLL (5-2017)

Dividendenportfolios werden seit einiger Zeit stark nachgefragt. Vielleicht sind dividendenstarke Aktien sogar schon überwertet. Trotzdem werden sie in diesen Zeiten sehr niedriger Anleiherenditen weiter von Anlegern gekauft, die regelmäßige Einnahmen haben möchten.

Ich mag Dividendenaktien, weil ich langfristig positiv für Aktien eingestellt bin, aber vor allem, weil dividendenorientierte Unternehmen meist eine gute Unternehmensführung haben. Unternehmen mit guter Unternehmensführung bzw. Governance müssen Gewinne an ihre Anteilseigner ausschütten, wenn sie keine besseren internen Nutzungsmöglichkeiten haben. Und gute Governance ist aus Rendite- bzw. Risikogesichtspunkte attraktiv, wie in zahlreichen Studien festgestellt wurde.

Außerdem gefällt mir, dass dividendenstarke Unternehmen oft konservativ sind. „Konservativ" bedeutet typischerweise weniger Verlustrisiko und die sogenannte Low Risk Anomalie besagt, dass Aktien mit geringen Risiken sogar bessere Renditen einbringen können. Trotzdem kommt es häufig vor, dass sogenannte Wachstums- bzw. „Tech"-Unternehmen, die typischerweise keine oder nur geringe Dividenden zahlen, höher bewertet werden als dividendenstarke Unternehmen.

Auf Nachfrage einiger Interessenten haben wir Ende 2016 ein Dividenden-Portfolio entwickelt. Wie für alle anderen Portfolios haben wir dafür zunächst Regeln definiert. ETFs sind unsere präferierte Anlageform für diversifizierte Portfolios, weil sie selbst regelgebunden und jederzeit komplett transparent sind. Außerdem halten wir Prognosen für sehr schwierig und ETFs sind typischerweise prognosefrei. Die niedrigen Kosten von ETFs sind natürlich auch wichtig.

Aus diesen Gründen nutzen wir keine aktiven Investmentfonds, es sei denn, das wird von unseren Kunden gewünscht. Andererseits benötigen wir als „most-passive" Langfristanleger keinen Intraday-Handel und damit auch keine Börsennotiz von Fonds. Wir könnten deshalb auch passive traditionelle Investmentfonds nutzen. Aber es gibt in Deutschland nicht viele passive Dividendenfonds, die niedrige Mindestanlagen haben und Privatkunden angeboten werden.

Für das Equity Income (DW) ETF-Portfolio nutzen wir daher nur sogenannte Dividenden-orientierte ETFs. Das wichtigste Selektionskriterium ist dabei ein überzeugendes ETF-Konzept. Für unsere "most passive" Weltmarktportfolios verwenden wir kapitalgewichtete ETFs. Für andere Portfolios bevorzugen wir aus Renditegründen allerdings andere Gewichtungsmethoden (s.a. Smart Beta bedroht vor allem Single-Assetklassen Portfoliomanager)[159]. Eine Dividendengewichtung, wie sie von Wisdom Tree genutzt wird, ist sehr sinnvoll für Dividenden ETFs.

Bei dem Portfolio berücksichtigen wir konzeptionell auch den großen Anteil nicht-börsennotierter Unternehmensbeteiligungen, indem diese dem Small Cap Aktienanteil zugerechnet werden. Und Wisdom Tree bietet eine breite Palette von Small Cap Dividenden ETFs an.

[159] http://prof-soehnholz.com/smart-beta-gefahr-single-assetklassen-portfoliomanager-investmentfonds/

Natürlich spielen auch niedrige Kosten eine Rolle bei der ETF-Selektion. Das Alter, das Volumen oder die Liquidität von ETFs sind dagegen nicht so wichtig für uns, weil wir unsere Portfolios sehr passiv sind und mit wenigen Rebalanzierungen und wenig Handelsaktivitäten auskommen.

Durch die relativ lange Historie der Dividenden-Indizes von Wisdom Tree konnten wir aussagekräftige Rückrechnungen des Portfolios durchzuführen. Wir haben nur das ursprünglich für das Portfolio entwickelte Konzept zurückgerechnet und keine Varianten davon gerechnet, also keine Rückrechnungs-"Optimierung" betrieben. Die Rückrechnung hat eine sehr attraktive Performance gezeigt. Auch seit dem Start des Portfolios zu Jahresbeginn ist die Rendite sehr ansprechend.

Ab sofort ist das Equity Income (DW) ETF-Portfolio auch über die Plattform von United Signals (www.united-signals.com) automatisiert umsetzbar. Zusätzlich können individuelle Risikobegrenzungen umgesetzt werden.

Hinweis: Dieser Beitrag ist im April 2017 in ähnlicher Form zuerst auf einem Blog von Wisdom Tree erschienen.

MORNINGSTAR-EXPERTE EMPFIEHLT GEBÜHRENSENKUNGEN, KONZENTRIERTES SMART-BETA UND SOLUTION-FONDS (11-2016)

John Rekenthaler ist ein sehr anerkannter Fondsexperte von Morningstar USA. Er schreibt: „Indexfunds have won. …index funds now account for more than 100% of the industry's net sales.“ [160] Er schlägt aktiven Fondsmanagern drei glaubwürdige Reaktionen vor: Gebührensenkungen, Smart-Beta Angebote und Solution-Fonds.

Discounting, also Gebührensenkungen, empfiehlt Rekenthaler allen aktiven Manager, allerdings nicht als alleinige Strategie. Eine solche alleinige Discount-Strategie sei allenfalls für sehr wenige sehr große Assetmanager angebracht. Die zweite Empfehlung besteht in einem kompletten Verzicht auf „Stock-Picking“, also auf eine diskretionäre Aktienselektion. Statt Stock Picking rät Rekenthaler aktiven Fondsmanagern zu „Targeted Strategic Beta“ bzw. Smart-Beta Angeboten. Um sich von Indexanbietern abzuheben, die meist möglichst breite Indizes anbieten wollen, empfiehlt Rekenthaler die Konzentration auf nur wenige Aktien. Der dritte Weg ist das Angebot von „solution funds — examples being target-date funds, managed-payout funds, global-allocation funds, and targeted-income funds.“

Solche „Solutions“ sieht Rekenthaler als aktiv gemanagt an, auch wenn sie Indexbestandteile enthalten. Das begründet er wie folgt: „The very act of creating the solution is an act of active investment management“ und „the pieces are assembled and monitored through active decisions.“

[160] John Rekenthaler im Rekenthaler Report von Morningstar vom 21.10.2016: „Where active management is headed“.

Ich denke, dass die Überlegungen von Rekenthaler grundsätzlich auch für deutsche Fondsmanager gelten können. Kostensenkungen sehe ich in Anbetracht der ETF Konkurrenz ebenfalls als nötig aber nicht hinreichend an. Smart-Beta Strategien, auch konzentrierte, erwarte ich aber eher von ETF Managern. Und Solutions werden eher als individuelle Angebote von klassischen Vermögensverwaltern oder sogar Robo-Advisors kommen und nicht als standardisierte Fonds. Dazu hier einige Überlegungen:

Robo-Advisors sind nach ihrer Definition voll automatisierte Online-Berater. In der Realität sind Robo-Advisors aber auch (Multi-)Asset Manager, denn sie entwickeln eigene Anlagevorschläge bzw. Anlageportfolios und stehen damit in Konkurrenz zu aktiven Fondsanbietern bzw. Portfoliomanagern. Die meisten Robo-Advisors beschränken sich zwar derzeit noch auf ETF-Portfolios, aber einige haben auch aktive Fonds oder Portfolios aus einzelnen Wertpapieren im Angebot. Da Asset Management besonders profitabel ist[161], ergeben sich vielfältige Chancen für neue Anbieter und Risiken durch Konkurrenz für etablierte Anbieter.

Viele der Robo-Advisors sind allerdings eher mit Fondsvermittlern zu vergleichen. Aktuell stehen sie damit nicht nur in Konkurrenz zu Vermögensberatern sondern auch zu traditionellen Fondsvermittlern, Dachfondsmanagern und zu traditionellen Vermögensverwaltern.

MUSTERPORTFOLIOS VON PROFIS KÖNNEN SEHR ATTRAKTIV SEIN (9-2014)

Der Sinn eines Musterportfolios ist es zu prüfen, ob etwas funktioniert oder zu zeigen, dass etwas funktioniert. In Deutschland kann man schon lange z.B. bei onvista und auf anderen Plattformen Portfolios zusammenstellen um sie zu testen, ohne dass man gleich die entsprechenden Wertpapiere kaufen muss. In den USA kann man solche Portfolios über die Plattform Covestor bereits seit einigen Jahren auch anderen Anlegern zeigen. Man kann dabei sogar mit Musterportfolios verdienen, wenn man „Follower“ findet, die diese Portfolios kopieren. In Deutschland verfolgt United Signals eine ähnliche Strategie. Und über Wikifolio kann man Zertifikate initiieren, über die andere Anleger an privaten Portfolios partizipieren können und mit denen Initiatoren Geld verdienen können.

Diese Plattformen stehen auch professionellen Assetmanagern bzw. Vermögensverwaltern offen. Es kann sinnvoll für diese sein, Musterportfolios zu testen und diese auch öffentlich zugänglich zu machen. Dafür gibt es einige Gründe: Bisher haben das aber nur einige bekannte Profis gemacht. Der Aufwand, ein professionelles Musterportfolio zu pflegen ist fast so hoch, wie einen echten Fonds zu managen. Wenn das Musterportfolio bessere Ergebnisse zeigt als ein vergleichbarer eigener Investmentfonds hat man Angst vor Kritik von Anlegern des Fonds. Manche befürchten auch „Kannibalismus“, also dass Geld aus den Fonds zugunsten der gespiegelten oder nachgebauten Musterportfolios abgezogen wird. Außerdem scheuen manche Anbieter die Transparenz von Musterportfolios, denn Wettbewerber könnten sich etwas von den Musterportfolios abgucken.

[161] s. Boston Consulting Group: Global Asset Management 2016: Doubling Down on Data, Juli 2016, S 5

Bei genauerer Prüfung spricht aber Einiges für Musterportfolios von Profis. Erstens gibt es oft nicht genug sogenanntes Seedmoney, um einen Fonds zu starten. Zweitens kann man meist nicht alle Ideen in „seinem“ regulierten Fonds umsetzen. Veritas Investment hat zum Beispiel ein Aktienselektionsmodell, das eigenen Untersuchungen zufolge in fast allen Märkten zu funktionieren scheint. Angeboten werden aber nur drei direkte Aktienfonds. Mit einem Musterportfolio kann man das Modell transparent auf weitere Märkte anwenden. Wenn das wie erwartet funktioniert, hat man einen nachprüfbaren Track-Record, auf dem man aufbauen kann. Zudem kann man komplett neue Ideen live bzw. Out-of-Sample testen und deren Tauglichkeit oder Probleme damit transparent machen. Wenn Musterportfolios gut laufen, wirbt man damit für sich selbst und auch für vergleichbare „echte“ Produkte, die man anbietet, das kann sich also auch finanziell lohnen. Wenn Musterportfolios schlecht laufen, sind zumindest die Kosten der Einstellung eines Musterportfolios wesentlich geringer als bei echten Fonds.

Angst vor Kopierern kann relativiert werden: Andere Profis können es sich kaum leisten, fremde Ideen offensichtlich zu kopieren, denn die Reputationsschäden bei der Entdeckung der Kopie wären sehr hoch. Und Nicht-Profis sollten Profis, die sie kopieren, kaum schaden können.

Die Musterportfolio- bzw. Social-Trading-Plattformen unterscheiden sich zum Teil erheblich in Bezug auf Geschäftsmodelle, Risikomanagementfähigkeiten und Transparenz. Aus Anlegersicht wird durch solche Plattformen das Produktangebot erhöht. Bei tausenden existierender Finanzprodukte ist das aber kein hinreichender Grund für ihre Daseinsberechtigung. Die Plattformen müssen sich daher durch günstigere Gebühren oder andere Faktoren differenzieren, zum Beispiel eine besonders hohe Transparenz.

Bisher haben die deutschen Plattformen offenbar erst weniger Nutzer. Aber wahrscheinlich gehören die Nutzer zu den Meinungsführern. Wenn es gelingt, renommierte und gute Anlageexperten zum Mitmachen auf den Plattformen zu bringen, kann das erfolgreich werden.

MIT MODELLPORTFOLIOS KANN MAN SEHR VIEL GELD VERDIENEN (3-2018)

Wenn man in Deutschland von Modell- oder Musterportfolios spricht, denkt man wohl meistens an die kostenlosen Wertpapierlisten, die in der Finanzpresse veröffentlicht werden. Der US Markt für Modellportfolios ist dagegen professionell, sehr groß und sehr profitabel. Inzwischen gibt es sogar spezialisierte Modellportfolioplattformen. Genaue Zahlen zum Modellportfoliomarkt habe ich zwar nicht gefunden, aber es gibt einige gute Indikationen dafür, dass Modellportfolios für Anbieter sehr attraktiv sind und wichtiger werden.

Beispiel Turnkey Asset Management Programs (TAMPs)

In den USA werden Modellportfolios bisher unter anderem von sogenannten TAMPs (Turnkey Asset Management Programs) genutzt. TAMPs werden von Vermögensberatern verwendet. Aus Überzeugung und aus Effizienzgründen werden dabei mehreren Anlegern oft dieselben (Modell)Portfolios angeboten. Die Modellportfolios werden von den Beratern selbst gebildet oder kommen von professionellen Investmentmanagern. Die Umsetzung erfolgt

weitgehend automatisch mit Hilfe von Handels- und Rebalanzierungssoftware (zu unterschiedlichen Ausprägungen und Parteien siehe z.B. Modellportfolios von Morningstar)[162].

Sehr großes Marktvolumen von Modellportfolios

Das meiste von Vermögensberater in den USA betreute Anlagevolumen wird von diesen selbst gemanagt bzw. „beraten" (ca. 1750 Mrd. USD). Über Investmentfonds wird ebenfalls sehr viel Volumen gemanagt (ca. 1100 Mrd. USD). TAMPs liegen vom Volumen her dazwischen (ca. 1350 Mrd. USD).

Sogenannte Unified Managed Accounts machen davon knapp 500 Mrd. USD. Davon werden wohl ca. 200 Mrd. USD mit Modellportfolios umgesetzt. Das meiste Volumen von TAMPs liegt in sogenannten Separate Managed Accounts (SMAs), die ebenfalls Modellportfolios nutzen können (Daten siehe Money Management Institute und Dover Financial Research siehe Daniel Verbrigghe, UMAs Steal the Spotlight as Wirehouses Streamline Platforms, fundfire, 10.9.2015).

20 bis 26% aller US Anlagenberater entwickeln individuelle Anlageportfolios und zu 74 bis 80% werden standardisierte (Modell-) Portfolios genutzt. Unabhängige Berater nutzen zu 2/3 selbsterstellte Modellportfolios, aber bisher nur 12% externe Modellportfolios. Angestellte Berater nutzen schon zu 27 bis 43% unternehmensexterne Modellportfolios (Cerrulli Studie s. Michael Trasher, Model portfolios on the rise, www.wealthmanagement.com, 3.11.2017).

Wenn man diesen Anteil an externen Modellportfolios auf die 1750 Mrd. USD direkt betreute Anlagen und die 850 Mrd. USD in TAMPs, die keine UMAs sind hochrechnen würde, würde man - vor allem für interne aber auch für externe Modellportfolios -, ein außerordentlich hohes Modellportfoliovolumen erhalten.

Anbieter verlangen hohe Gebühren

Morgan Stanley und Merrill Lynch sind die führenden Anbieter von TAMPs (s. Cerulli Associates in Verbrigge, 2015). Modellportfolios für TAMPs und die Handelsplattformen selbst werden auch von Firmen wie Assetmark, Citi, Envestment und Morningstar angeboten (Wealthadvisor 2018).

Anleger müssen meist mindestens 250.000 USD in einen UMA anlegen (Wealthadvisor 2018, S. 16). Die Gebühren sind auch für modellbasierte TAMPS mit 1,5 bis 2,5% pro Jahr relativ hoch. Davon entfallen 0,75% bis 1,5% pro Jahr auf die Investmentmanagementgebühr (siehe Wealthadvisor: 2018 America's best TAMPs, Feb. 2018, S. 12). Modellportfolioanbieter verdienen daher offenbar mindestens so gut wie Investmentfondsanbieter. Trotzdem scheinen traditionelle Assetmanager nicht so gerne Modellportfolios anzubieten, vor allem weil sie um ihre intellektuelles Kapital aber auch um Einnahmen aus dem Handel fürchten (Wealthadvisor 2018, S. 23).

[162] https://medium.com/morningstar-office/morningstars-model-marketplace-32123cb1c524

Modellportfolio-Plattformen von Banken, Softwarehäusern und ETF-Spezialisten

Aufgrund der hohen Kosten gelten TAMPs in den USA aber nicht gerade als Wachstumssegment.

Es gibt in den USA aber inzwischen mehrere neue Modellportfoliomarktplätze, u.a. von TD Ameritrade, Orion Advisor Services, Riskalyze, Oranj und Morningstar. Wells Fargo und Merrill Lynch haben für ihre jeweils etwa 15.000 Berater inzwischen über einhundert Musterportfolios im Angebot. Von Merrill Lynch ist bekannt, das heute bereits 40% aller Kunden damit erreicht werden und dass das Angebot weiter ausgebaut wird (Michael Trasher, Model portfolios on the rise, www.wealthmanagement.com, 3.11.2017).

Der in den USA sehr bekannte Finanzexperte Michael Kitces sieht diese Modellportfoliomarktplätze (für Berater) neben Robo-Advisors (für Selbstbediener) als Wachstumssegment an. Die Anlageberater können sich so auf die individuelle Kundenberatung konzentrieren, Anlageprofis liefern die Musterportfolios und die Implementierung der Portfolios erfolgt weitgehend automatisiert (siehe auch Blog-Beitrag[163] und Blog-Beitrag[164] auf www.prof-soehnholz.com).

Am aktivsten sieht Kitces dabei ETF-Anbieter an, die sich zusätzlich zu ihren relativ niedrigen ETF-Gebühren so Modellportfoliogebühren verdienen können. Als Beleg für diese These werden mehrere Akquisitionen von Robo Advisor Plattform bzw. Softwareanbietern aufgeführt (siehe Michel Kitces, The Unbundling Of The TAMP And The Rise Of The Model Marketplace“, 27.2.2017).

Modellportfolioplattformen gibt es auch in UK

Die britische Finanzaufsicht FCA hat 20 Modellportfolioplattformen identifiziert, von denen 14 ausschließlich solche Portfolios anbieten während 6 zusätzlich auch Multi-Manager Fonds offerieren (s. Valentina Romero, FCA to review model portfolios in platform probe, www.moneymarketing.co.uk, 17.7.2017).

Und in Deutschland tut sich diesbezüglich nichts (siehe auch Blog-Beitrag [165])? Anbieter mit Profi-Modellportfolios wie United Signals scheinen bisher jedenfalls noch nicht sehr viele Anleger anzuziehen und eine andere unabhängige professionelle Modellportfolioplattform für Anlageberater ist mir nicht bekannt.

[163] http://prof-soehnholz.com/vermoegensverwalter-koennen-mit-robo-support-sehr-stark-wachsen/
[164] http://prof-soehnholz.com/berater-finden-robo-advice-gut/
[165] http://prof-soehnholz.com/investment-fonds-musterportfolios-profis-robo-advisor/

MODELLPORTFOLIOS IN GROßBRITANNIEN: EIN SEHR GROßER, WACHSENDER UND PROFITABLER MARKT (3-2018)

Mein vorheriger Beitrag hieß: „Mit Modellportfolios kann man sehr viel Geld verdienen“[166]. Der Beitrag bezieht sich auf die USA. Großbritannien hat aber mehr Erfahrung mit solchen Plattformen.

20 Modellportfolioplattformen

Zu Großbritannien hatte ich nur Folgendes geschrieben: „Die britische Finanzaufsicht FCA hat 20 Modellportfolioplattformen identifiziert, von denen 14 ausschließlich Modellportfolios anbieten während 6 zusätzlich auch Multi-Manager Fonds offerieren (s. Valentina Romero, FCA to review model portfolios in platform probe, www.moneymarketing.co.uk, 17.7.2017).“

Das hat mich neugierig auf den britischen Modellportfoliomarkt gemacht. Weitere Recherchen haben interessante Ergebnisse gebracht: Der UK Modellportfoliomarkt ist erheblich älter als der US Markt, riesig und wächst sehr stark. Auch die möglichen Verdienstmargen sind für Anbieter sehr attraktiv. Hier sind die Ergebnisse der kurzen Recherche:

Riesiges und stark wachsendendes Plattformgeschäft

Der sogenannte Finanz-Retailmarkt des United Kingdom hat ungefähr ein Volumen von 889 Milliarden Pfund, also ca. 1000 Milliarden Euro (diese und die weiteren hier genannten Zahlen beziehen sich auf das Jahr 2016 und stammen von der britischen Aufsichtsbehörde Financial Conduct Authority (FCA): Investment Platforms Market Study Terms of Reference, Juli 2017, vor allem S. 15, bzw. aus den dort genannten Quellen).

Für knapp über 600 Mrd. Pfund werden Anlageberater genutzt. Seit der Finanzkrise in 2008 bzw. dem Verbot der Zahlung von Vertriebsprovisionen zu Anfang 2013 wächst vor allem das Plattformgeschäft sehr stark (S. 3 und S. 20). Inzwischen werden etwa 80% des gesamten Retailgeschäftes über Plattformen abgewickelt (FCA S. 3 und 15). Dabei sind einkommensstarke und vermögende Anleger offenbar besonders aufgeschlossen für die Nutzung von Plattformen.

Anbieter sind Unabhängige, Versicherungen und Banken

Die größten Plattformanbieter sind unabhängig von anderen Finanzdienstleistern und in Deutschland nicht präsent. Plattformen für Berater werden vor allem von Versicherungen wie Aviva, Aegon, Zurich, Old Mutual, Standard Life angeboten und Selbstbedienungsplattformen vor allem von Banken wie Barclays und HSBC aber auch von Fidelity (S. 7). Sechs der zehn größten Plattformanbieter verfügen über eigene Asset Manager (S. 7).

[166] http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/

Plattformen bieten klassische Investmentfonds, ETFs, Multi-Manager bzw. Dachfonds und Modellportfolios an. Die Angebote werden vom Plattformanbieter bestimmt. Offenbar sind meist um die einhundert unterschiedliche Assetmanager auf einer Plattform vertreten.

Großer Anteil von Modellportfolios

Modellportfolios haben bei den Anlegern, die Berater nutzen, einen Anteil von 38%. Selbstberater nutzen zu 24% Modellportfolios (S. 23). Modellportfolios bestehen offenbar ausschließlich aus Fonds und nicht aus einzelnen Wertpapieren (S. 5). Insgesamt nutzen ungefähr genauso viele Anleger Modellportfolios wie Multi-Asset Fonds, die in Deutschland besonders populär sind.

Aufgrund der großen Bedeutung von Plattformen führt die britische Aufsicht gerade eine Studie durch, deren Ergebnisse Mitte 2018 veröffentlicht werden sollen. Wahrscheinlich kann man dieser Studie entnehmen, ob und falls ja welche Lehren es für Deutschland geben kann.

Der Asset Management Report der britischen Aufsicht (Financial Conduct Authority (FCA): Final Report Asset Management Market Study, Juni 2017) hatte interessante Erkenntnisse gebracht:

Anbieter verdienen viel Geld mit aktiven Fonds

Obwohl die britische Assetmanagementbranche die zweitgrößte der Welt ist (S. 3), mehr als 100 Milliarden Anlagevolumen "aktiver" Fonds „sehr nah am Index gemanagt werden“ (S. 5) und die Gebühren für passive Fonds seit 2009 relativ stark gesunken sind (S. 35/36), gibt es kaum Preiswettbewerb zwischen aktiven Fondsanbietern (S. 4). Selbst institutionelle Anleger scheinen kaum preissensibel zu sein, wie die Sorge der Aufsicht in Bezug auf den als sehr gering wahrgenommen Wettbewerb bei institutionellen Consultants zeigt (S. 5).

Das zeigen auch die Modellportfoliogebühren: Wie mit TAMPs in den USA (s. vorheriger Blogbeitrag)[167] kann man auch in Großbritannien gut damit verdienen. Die Nutzung der Modellportfolios der Plattformen kostet zwischen 0,6% und 1,6% pro Jahr. Dazu kommen noch Nutzungsgebühren für die Plattformen von meist 0,25% bis 0,45% pro Jahr (siehe „How to find the cheapest DIY model portfolios or online wealth manager“, in www.This is money.com, 19.5.2016). Und Kosten für Berater, sofern welche genutzt werden, müssen noch dazu gerechnet werden.

Günstige deutsche Plattformen könnten interessant sein

So teure Musterportfolioplattformen brauchen wir in Deutschland nicht. Da kann man gleich teure aktive Fonds kaufen.

Günstige Portfolios von ETFs und anderen Indexfonds oder auch Portfolios aus einzelnen Wertpapieren, die man über Berater und Plattformen kaufen kann, könnten aber auch für

[167] http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/

deutsche Anleger interessant sein. Solche Plattformen hätten ein wesentlich breiteres Angebot als Robo-Advisors und könnten Beratern und Anlegern sehr viel Transparenz liefern. Die vollautomatische Umsetzung solcher Portfolios bei günstigen Depotbanken könnte für viele Selbstentscheider attraktiv sein.

Berater könnten sich so auf die Finanzplanung und individuelle Beratung konzentrieren und das Portfoliomanagement, mit dem sowieso kaum Outperformance generiert werden kann, an Modellportfoliostrategen delegieren.

MUSTERPORTFOLIOS HABEN VORTEILE GEGENÜBER FONDS (3-2018)

Vermögensverwalter, Anlageberater und Banken sind normalerweise keine großen Anhänger von Muster- bzw. Modellportfolios (s.a. Musterportfolios[168]). Die meisten verkaufen lieber Investmentfonds und andere Produkte. Selbst ETFs, die kostengünstigen passiven Fonds, werden Anlegern bisher selten aktiv angeboten.

Auch die Finanzpresse scheint Musterportfolios nicht sehr zu schätzen. Dabei werden solche Musterportfolios in den Fachmedien oft sogar kostenlos angeboten. Vielleicht wird angenommen: Was nichts kostet, kann auch nichts taugen. Musterportfolio ist aber nicht gleich Musterportfolio. Interessant: In den USA (s. Blogbeitrag[169]) und UK (s. Blogbeitrag[170]) kann man mit Musterportfolios viel Geld verdienen.

Musterportfolios können kostengünstig angeboten werden

Anbei der Versuch einer halbwegs objektiven Betrachtung (meine Firma Diversifikator bietet Musterportfolios an) verschiedener Arten von Musterportfolios.

Das Wichtigste zuerst: Musterportfolios können besonders kostengünstig angeboten werden. Und niedrige Kosten sind der wichtigste Faktor, um attraktive Renditen zu erreichen. Alleine schon deshalb sollte man sie ernst nehmen.

Zusammenfassung der Vor- und Nachteile, die im Folgenden näher begründet werden.

Vorteile:

- Günstig (Nachfragesicht)
- Hoher Datenschutz (Nachfragesicht)
- Keine bzw. geringe Regulierung (Anbietersicht)

Nachteile:

[168] http://prof-soehnholz.com/investment-fonds-musterportfolios-profis-robo-advisor/
[169] http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/
[170] http://prof-soehnholz.com/modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt/

- Implementierungsaufwand (für "Selbstbediener")
- Geringe Haftung der Anbieter (Nachfragesicht)
- Vermeintlich geringe Verdienstmöglichkeiten (Anbietersicht)
- Kontrollverlust (Anbietersicht)
- Asset Allokation, Titelselektion, Risikomanagement und Umsetzung erforderlich

Den Prozess der Bildung und Umsetzung von Musterportfolios, Investmentfonds oder auch kundenindividuellen Managed Accounts (MA) kann man in vier wesentliche Elemente aufteilen: Asset Allokation auf unterschiedliche Anlageklassen, Fonds- bzw. Titelselektion, Risikomanagement und Umsetzung bzw. Handel.

Aus Kundensicht gibt es die folgenden Umsetzungsmöglichkeiten von Musterportfolios: Selbstverwaltung, individuelle Vermögensverwaltung und standardisierte Vermögensverwaltung jeweils mit oder ohne Beratung.

Anbieter: Vermögensverwalter, Anlageberater, Depotbanken und andere

Als Anbieter von Musterportfolios kommen vor allem Vermögensverwalter, vor allem passive Spezialisten wie ETF-Anbieter, aber auch Robo Advisors, Depotbanken, Anlageberater und Vermittler und auch (Finanz-)Medien in Frage.

Während Robo Advisors, die provisionsfreie ETFs einsetzen, an den Musterportfolios verdienen müssen, können ETF-Anbieter, Depotbanken und Medien ihre Portfolios "kostenlos" anbieten: ETF-Anbieter können mit ihren ETFs verdienen, Depotbanken mit den Handelstransaktionen und Medien nutzen Musterportfolios zum Kompetenzbeweis und wollen damit mehr Leser akquirieren, von denen sie indirekt über Werbung profitieren.

Klassische (aktive) Vermögensverwalter werden Musterportfolios kaum kostenfrei anbieten, weil sie ihren kostenpflichtigen Angeboten sonst zu viel Konkurrenz machen. Anlageberater und Vermittler wiederum, die durch Provisionen von Fondsanbietern oder direkt vom Anleger bezahlt werden, können Musterportfolios kostenlos bzw. kostengünstig anbieten.

Die Breakeven-Schwellen für „aktive“ kostenpflichtige Musterportfolios liegen für Anleger über zehntausend Euro

Zwischen einem Multi-Asset-Fonds mit aktivem Risikomanagement und einem Multi-Asset Musterportfolio mit Nutzung von Risikomanagement ist ein sinnvoller Vergleich möglich. Als Beispiel für letzteres kann z.B. das ESG ETF-Portfolio Trend von Diversifikator genutzt werden. Das Portfolio umfasst fünf bis sechs ETFs und wird regelmäßig ein Mal pro Jahr überprüft und „rebalanziert“. Das führt zu fünf bis sechs „Trades“ pro Jahr. Für das laufende Risikomanagement werden einfache Trendfolgesignale genutzt (s.a. einfaches Risikomanagement[171]). In der Rückrechnung ab 2008 wurden dafür jeweils 12 Trades pro Jahr vorgenommen. Die Verluste des Portfolios waren geringer und die risikoadjustierte Rendite war ähnlich wie beim ESG ETF-Portfolio ohne Trendfolge.

[171] http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/

17 Trades mit angenommen Kosten von 6 Euro pro Trade ergeben Handelskosten von ca. 100 Euro pro Jahr. Bei einer Anlage von 10.000 Euro ergibt das 1% an reinen Handelskosten. Hinzu kommen die Kosten für die Nutzung des Musterportfolios, die bei Diversifikator 1,19% inklusive Umsatzsteuer betragen. Davon gehen 75% an den Berater bzw. Vermittler des Musterportfolios. Dazu kommen noch die Kosten für die ETFs, die bei ca. 0,33% pro Jahr liegen. 2,52% pro Jahr (1%+1,19%+0,33%) liegen etwa auf der Höhe von aktiv gemanagten Multi-Asset (ETF-)Dachfonds. Bei höheren Anlagesummen ist es für den Anleger finanziell attraktiver, ein Musterportfolio zu nutzen als einen aktiv gemanagten (ETF-)Dachfonds.

Dabei sind aber keine Opportunitätskosten berücksichtigt: Wenn der Anleger das ESG ETF-Portfolio bei einem Vermögensverwalter kauft, führt der Verwalter die Trades für den Anleger durch. Wenn er das Musterportfolio aber von einem Berater oder Vermittler kauft, muss es der Anleger selbst umsetzen und entsprechend Zeit für die Trades investieren. Bei 17 Trades pro Jahr ist der Zeitaufwand aber relativ gering.

Aber es gibt auch ETF-Dachfonds oder andere risikogemanagte Multi-Assetfonds, die Gesamtkosten unter 2,52% p.a. aufweisen. Vor allem aber gibt es Robo Advisors, deren Kosten erheblich unter diesen 2,52% liegen. Dabei ist aber zu bedenken, dass in den oben genannten 2,52% auch 0,75% Vertriebs- bzw. Beratungsprovision enthalten sind, die bei Robo Advisors nicht beinhaltet ist. Trotzdem liegen 1,77% (2,52% - 0,75%) noch erheblich oberhalb der Gebühren von Robo Advisors, die bei den bankunabhängigen Robos in Deutschland im Schnitt bei ca. 0,75 bis 1% liegen.

Bei "passiven" Musterportfolios liegen die Break-Even Schwellen jedoch erheblich niedriger. So kommt das ESG ETF-Portfolio ohne Trendfolge auf 6 Trades pro Jahr, also 36 Euro. Bei einem Anlagevolumen von zehntausend Euro sind das 0,36% pro Jahr. Hinzu kommen die Kosten für die ETFs von ca. 0,33% pro Jahr und die Gebühren für Diversifikator von 1,19 % pro Jahr, also insgesamt 1,88% inklusive der 0,75% für Berater/Vermittler. Ohne Beraterkosten liegen die Gebühren bei einem Anlagevolumen von zehntausend EUR etwa auf Höhe der Robo-Advisors. Mit zunehmendem Anlagevolumen reduzieren sich die relativen Tradingkosten aber sehr schnell.

Ein sich permanent änderndes Musterportfolio mit vielen einzelnen Wertpapieren kann von Anlegern meist nicht mit wenig Zeit- und Kostenaufwand umgesetzt werden. "Aktive" Portfolios sind daher für Selbstbediener nur schlecht als Musterportfolios geeignet. Passive Musterportfolios mit wenigen Positionen bzw. Handelsaktivitäten können aber attraktiv sein.

Die Erstellung und Pflege von Musterportfolios kann für Anbieter sehr aufwändig sein

Je nachdem, welche Elemente man kombiniert, gibt es unterschiedliche Vorteile und Nachteile für Anbieter und Nachfrager von Musterportfolios. Dabei ist ein statisches Musterportfolio deutscher Aktien, wie sie vor allem in der deutschen Finanzpresse angeboten werden, kaum mit einem aktiv gemanagten globalen Multi-Asset Portfolio vergleichbar. Ein Portfolio aus zwei ETFs mit jeweils 50% Allokation, das einmal pro Jahr wieder auf das Ausgangsgewicht gebracht wird, kann offensichtlich relativ günstig erstellt werden. Eine umfassende und überzeugende Allokation auf verschiedene Anlageklassen und mit Nutzung der besten Investmentfonds, die auf umfassenden Analysen beruht, kann dagegen sehr

aufwändig sein. Das gilt insbesondere auch dann, wenn regelmäßige Überwachung für ein „aktives“ Risikomanagement erforderlich ist.

Besonders aufwändig für Anbieter wird es, wenn Portfolios aus zahlreichen einzelnen Wertpapieren gebildet werden, also nicht nur aus ETFs sondern aus Aktien und Anleihen. So liegt den ESG Portfolios von Diversifikator umfassendes und entsprechend teures ESG-Research zugrunde.

Entwicklung von Musterportfolios: Einfache Regeln versus Data Mining

Auf Basis einer systematischen - eventuell noch "maschinell unterstützen" - Analyse von Vergangenheitsdaten ist es relativ einfach, gute diskretionäre Portfolios zu entwickeln. Mit Hilfe von Data-Mining (siehe z.B. dieser Blogbeitrag[172]) können auch Regeln gefunden werden, die in der Vergangenheit zu der Outperformance von Benchmarks geführt hätten. Die Regeln sind jedoch oft relativ komplex, beziehen sich oft nur auf sehr spezielle Anlageuniversen und/oder erhalten Leerverkäufe und Kreditaufnahmen oder unrealistisch niedriger Transaktionskosten. Die Echtperformance solcher Portfolios ist oft enttäuschend.

Diversifikator z.B. nutzt weitestgehend dieselben möglichst einfachen und wissenschaftlich basierten Regeln für alle vergleichbaren Portfolios. Die Regeln wurden entwickelt, um das "most passive" Weltmarktportfolio nachzubilden bzw. um verantwortungsvolle Portfolios zu erreichen. Outperformance von Benchmarks wird nicht aktiv angestrebt (siehe z.B. dieser Blogbeitrag[173]).

Transparenz erfordert viele Informationen

Wenn man das (Muster-)Portfolios eines aktiven Managers kauft kann es sein, dass man dem Manager voll vertraut und seine Änderungen des Portfolios "blind" nachvollzieht. Idealerweise sollten Musterportfolios aber möglichst transparent sein. Die transparente Dokumentation von Veränderungen in aktiv gemanagten Portfolios ist aufwändig.

Für ein sehr einfaches 50/50 gewichtetes Portfolio aus zwei ETFs sind offenbar nur wenige Erklärungen nötig. Wenn man aber die den ETFs zugrunde liegenden Indizes mit allen möglichen Indexänderungen beschreibt, erhält man ein sehr umfassendes Regelwerk. Das sieht man z.B., wenn man sich die Dokumentation selbst von einfachen Indizes wie dem DAX durchliest. Die Dokumentation muss zudem immer aktuell gehalten werden.

Wenn man mit einem Musterportfolio offizielle Indizes direkt nachbilden will, werden zudem erhebliche Indexlizenzierungskosten fällig. Musterportfolios sind also am ehesten für regelbasierte Portfolios mit relativ wenigen Bestandteilen und wenigen Handelsaktivitäten geeignet, die keinen offiziellen Indizes folgen.

[172] http://prof-soehnholz.com/no-data-und-small-data-verschlechtern-die-anlageperformance/
[173] http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/

Anbieter möchten aber zum Schutz des Know-How der Portfoliomanager oder weil bestimmte Informationen bzw. Daten nicht öffentlich gemacht werden dürfen oder sollen, oft nicht alle Musterportfolioänderungen nachvollziehbar dokumentieren.

Und auch für Anlageberater können vor allem aktive Musterportfolios aufwändig in der Betreuung sein. Und je mehr Portfolios bzw. Wahlmöglichkeiten angeboten werden, desto mehr Erklärungen sind nötig, wie man z.B. an der umfangreichen Dokumentation auf www.diversifikator.com und www.prof-soehnholz.com sieht, obwohl nur „most passive“ Portfolios angeboten werden.

"Normale" Robo Advisors bieten oft gar nicht so viel Transparenz, wie man annehmen sollte. Ihre Algorithmen werden sehr selten offen gelegt (siehe Kevin Lehmann, Manuel Wittke, Mikhail Beketov: „Welche Algorithmen die Robo Advisors befeuern“, in Private Banking Magazin vom 6.3.2018) und ähnliches gilt für die genutzten Daten bzw. Prognosen. Mit der Begründung besserer "User Experience" wird zudem oft mit sehr wenig Text gearbeitet, womit die Transparenz reduziert wird.

Kritik an fehlender Nachprüfbarbeit von Track Records

Manchmal werden auch fehlende Track Records bzw. die fehlende Nachprüfbarkeit von Musterportfolios bemängelt. Bei stark kontrollierten Investmentfonds, von denen es viele mit relativ langen Historien gibt, kann man davon ausgehe, dass deren Track Records stimmen. Vermögensverwalterportfolios sind jedoch selten transparent und damit kaum nachprüfbar.

Musterportfolios werden zumindest regelmäßig publiziert. Grundsätzlich kann deren Performance also nachgeprüft werden, auch wenn das wohl kaum jemand tut. Und Rückrechnungen von Indizes bzw. stark regelbasierten Musterportfolios sind, anders als die von aktiven Portfolios, relativ aussagekräftig, weil sie kaum von diskretionären Interventionen in der Vergangenheit abhängen.

So stehen die aktuellen Tagesperformances und die aller Rückrechnungen aller Diversifikator-Portfolios öffentlich zur Verfügung. Insgesamt bestehen so wenige Manipulationsmöglichkeiten und man kann davon ausgehen, dass die Rückrechnungen ziemlich repräsentativ für die Echtperformance der "most passive" Portfolios sind. Man kann bei vielen Portfolios von Diversifikator sogar feststellen, dass die Rückrechnungen tendenziell schlechter sind als die Echtperformance.

Anbieter haben Angst vor Trittbrettfahrern

Viele potenzielle Anbieter von Musterportfolios befürchten, dass Portfolios, deren Zusammensetzung und vor allem Regeln zeitnah veröffentlicht werden, kopiert werden und sie so um ihre Gebühren gebracht werden können.

Das Risiko ist für Anbieter mit einem überschaubaren regionalen Angebotsgebiet meines Erachtens aber nicht so groß. Professionelle Anbieter von Geldanlagen werden sich kaum trauen, kopierte Musterportfolios im selben Gebiet anzubieten wie der "Erfinder" des

Musterportfolios. Da Musterportfolios nicht geschützt werden können, hätte das zwar wohl kaum rechtliche Konsequenzen. Aber wenn Kopien fremder Musterportfolios entdeckt werden, muss mit enormen Reputationsschäden gerechnet werden. Das wird kaum ein professioneller Anbieter in Kauf nehmen.

Zwar wird es immer einige Privatanleger geben, die kostenpflichtige Musterportfolios in ihre Portfolios umsetzen, ohne dafür zu zahlen, das sollten aber Ausnahmen sein.

Musterportfolios mit Regulierungsvor- und Nachteilen

Musterportfolios haben aber auch aus Anbietersicht Vorteile, weil sie - je nach Ausgestaltung - nicht grundsätzlich regulierungspflichtig sind und damit Regulierungskosten und Haftungsrisiken entfallen bzw. reduziert werden können. Anders als bei Investmentfonds sind außerdem keine Mindestvolumen für ihren Start erforderlich, was die Eintrittsschwellen für die Erstellung von Musterportfolios gegenüber Fonds erheblich reduziert.

Aus Anbietersicht ist von Vorteil, dass die Umsetzung externer Musterportfolios normalerweise nicht als Auslagerung gilt. Musterportfolioangebote gelten nicht als Vermögensverwaltung, wenn Anleger vorab regelmäßigen Umschichtungen zum Beispiel jeweils zum Jahresende zustimmen. Das kann, je nach Art der Umsetzung, sogar auf die Nutzung von Risikosignalen zutreffen. Auch eine formelle Anlegerberatung wird bei der Umsetzung standardisierter Musterportfolios nicht vorausgesetzt, was den Aufwand für Depotbanken erheblich reduzieren kann. Wenn eine Bank eine (standardisierte) Vermögensverwaltung anbietet, kann diese zudem regulierungsfrei vermittelt werden. Die bestehende Regulierung kann daher dazu führen, dass Anbieter künftig mehr Musterportfolios anbieten werden, um Selbstentscheidern (Execution only) genügend Auswahlmöglichkeiten anzubieten.

Aus Nachfragersicht ist die mögliche geringere Regulierung und damit die reduzierte Haftung der Anbieter ein Nachteil. Aber auch hier gilt, dass Anbieter schon aus Reputationsgründen auf eine hohe Qualität ihrer Musterportfolios achten müssen und mit der Depotbank sowieso immer ein hoch regulierter Anbieter erforderlich ist. Außerdem können Anbieter die niedrigeren (Regulierungs-)kosten teilweise an Anleger weitergeben.

Besserer Datenschutz möglich

Hinzu kommt, dass bei der Umsetzung von Musterportfolios der Datenschutz höher sein kann als bei klassischen Investments. Musterportfolios von Diversifikator, die von Selbstentscheidern bei ihrer Bank umgesetzt werden, erfordern keine Offenlegung von Anlegerdaten gegenüber Diversifikator. Beim Kauf von Fonds oder Portfolios über (regulierte) Berater und Verwalter (auch Robo Advisors), müssen Anleger allerdings umfassende und sensible Daten offenlegen.

Gegenüber der Depotbank muss der Anleger aber in jedem Fall relevante Daten offen legen und beim direkten Kauf von Investmentfonds über Depotbanken hat die Fondsgesellschaft auch keine Informationen über den Käufer des Fonds.

Umsetzung bei deutschen Depotbanken kann verbessert werden

In Deutschland werden private Wertpapierdepots oft kostenlos angeboten. Depotbanken verdienen vor allem am Handel von Wertpapieren. Daher haben sie wenig Anreize, handelsarme (passive) Portfolios anzubieten.

Musterportfolios aus Investmentfonds werden inzwischen allerdings häufiger angeboten. Sofern dabei klassische Fonds genutzt werden, die Vertriebsprovisionen zahlen, können Depotbanken gut daran verdienen. Bei reinen ETF-Depots mit wenigen Handelsaktivitäten sind die Verdienstmöglichkeiten für Depotbanken jedoch sehr beschränkt.

Bei der effizienten Umsetzung von Musterportfolios bzw. standardisierten Vermögensverwaltungen aus mehreren Aktien, zumal in Verbindung mit Risikosignalen, scheint es zudem bei zahlreichen deutschen Depotbanken noch technischen Nachholbedarf zu geben. Durch die Zunahme von neuen Wettbewerbern (Robo Advisors) kommt aber Dynamik in den Markt.

Ich gehe davon aus, dass deutsche Depotbanken künftig mehr Musterportfolios anbieten werden. Indem sie - ähnlich wie Robo-Advisors - automatisierte Umsetzungen anbieten und Gebühren auf die verwalteten Anlagevolumina verlangen, kann das sehr attraktiv für sie werden. Anleger können sich zudem bei Bedarf zusätzliche Beratung von Anlageberatern einkaufen.

Erwartete Gebühren für Musterportfolios

Die naheliegende Frage ist, wie viel Geld vom Anbieter für ein gutes Musterportfolio verlangt werden kann. In den USA und Großbritannien werden teilweise sehr hohe Gebühren für Musterportfolios erzielt (s. Blogbeitrag[174]). In Deutschland werden viele Musterportfolios in off- und online Finanzpublikationen und von ETF-Anbietern dagegen kostenlos angeboten.

Abhängig vom Anlagevolumen sehe ich künftig folgende Gebührenstruktur für passive, diversifizierte aber relativ transaktionsarme Musterportfolios in Deutschland:

a) ETF-Variante: Depotgebühren ca. 0,1%, ETF-Gebühren ca. 0,25%, Modellportfoliogebühren ca. 0,2%, automatische Umsetzung ca. 0,2% , insgesamt also ohne persönliche Beratung ca. 0,75% und inklusive Beratung ca. 1,25% plus Umsatzsteuer pro Jahr

b) Direkte Wertpapier-Variante: Depotgebühren ca. 0,2%, Modellportfolio-Gebühren ca. 0,3%, automatische Umsetzung ca. 0,3% , insgesamt also ohne persönliche Beratung ca. 0,8% und inklusive Beratung ca. 1,3% plus Umsatzsteuer pro Jahr

Selbstumsetzer und -entscheider können die Umsetzungskosten reduzieren und die Beratungskosten einsparen.

[174] http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/

MODELLPORTFOLIO-ROBOS SIND BESSER ALS „NORMALE“ ROBO-ADVISORS (12-2018)

Kunden von deutschen Robo-Advisors sind überwiegend über 50, haben gute Einkommen und sind relativ vermögend. Das sagen jedenfalls mehrere Anbieter auf Konferenzen und in Interviews. Dabei sind die meisten Robo-Advisors nicht besonders attraktiv. Sie nutzen oft veraltete Optimierungsmodelle (siehe hier), bieten keine wirklich verantwortungsvollen Portfolios an (siehe hier) und sind noch nicht einmal besonders günstig.

Es gibt bessere digitale Angebote. Darunter sind auch solche, die für anspruchsvolle Vermögensverwaltungs- bzw. Private Banking Kunden attraktiv sein können. Damit sollten sich Vermögensverwalter und Privatbanken ernsthaft beschäftigen.

Auch vermögende Anleger sind an digitalen Angeboten interessiert

Vermögensverwalter und Privatbanken sollten davon ausgehen, dass ihre Kunden intelligent und an Geldanlagen interessiert sind.

Auch vermögende Anleger sind an (digitaler) Transparenz und günstigen Angeboten interessiert. Oft wird sogar behauptet, sie seien besonderes knauserig.

Von liquiden Anlagen wird keine Outperformance erwartet

Gut informierte Anleger glauben nicht mehr an Outperformancemöglichkeiten in „normal laufenden“ liquiden Märkten. Anbieter von Geldanlagen wissen das. Sie suggerieren aber oft, dass sie Risiken in „schlechten“ Märkten besser reduzieren können als „passive“ Geldanlagen.

Einfache Allokationen sind oft besser als komplexe

In Marktkrisen haben passive Geldanlagen, z.B. 50/50 Allokationen zu Aktien und Anleihen, oft geringere Verluste gemacht als sogenannte „aktive Mischfonds“ (für Deutschland siehe z.B. in Söhnholz/Rieken/Kaiser S. 140-147). Stabilen Allokationen wie 50/50 ist es zudem oft gelungen, Marktaufschwünge besser mitzumachen als aktiv gemanagten Portfolios.

Ähnliches zeigen die bisherigen Performances in diesem Jahr. Das kann man feststellen, wenn man unter www.morningstar.de unter „Tools“ die Kategorierenditen von aktiv gemanagten Fonds analysiert. So haben flexible Mischfonds EUR bis zum 20.12. im Schnitt fast 8% Verlust gemacht. Ein 50/50 ETF-Portfolio hätte nur -2% Verlust eingebracht (siehe „Vergleichsportfolio“ auf www.diversifikator.com).

Dabei habe ich nicht feststellen können, dass diskretionäre Mandate grundsätzlich besser oder schlechter laufen als quantitative Modelle (siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser S. 117-119). Daher ist auch nicht zu erwarten, dass Robo-Advisors, die quantitative Modelle nutzen, besser sein werden als starre bzw. stabile Allokationen.

Das bedeutet, dass Anleger keine aktive, quantitative oder „pseudo-optimierte“ (siehe hier)Allokation zu Anlageklassen brauchen. Sie brauchen auch keine Selektion von aktiven Fondsmanagern. Passive Angebote, die zudem viel billiger sind, sollten daher auch für vermögende Anleger sehr attraktiv sein.

Verantwortungsvolle Angebote sollten mit Einzeltiteln umgesetzt werden

Es gibt aber andere Gründe dafür, nicht nur indexnachbildende Fonds (v.a. sogenannte ETFs, also Exchange Traded Funds) zu kaufen. Der Schweizer Softwareanbieter Evolute nennt zum Beispiel steuerliche Gründe für sogenannte Direct Indexing Angebote (siehe hier). Mit solchen Lösungen werden Indexperformances nachvollzogen, aber um individuelle steuerlich motivierte Käufe- und Verkäufe von Indexbestandteilen ergänzt. Das bieten z.B. auch die US Robo-Advisors Betterment und Wealthfront an.

In Deutschland spielen solche steuerlichen Überlegungen meines Erachtens kaum noch eine Rolle, da es keine Steuerunterschiede zwischen kurz- und längerfristigen Veräußerungsgewinnen mehr gibt.

Dafür möchten zunehmend mehr Anleger gerne verantwortungsvoll investieren. Traditionelle Indizes und selbst die meisten sogenannten verantwortungsvollen ETFs enthalten aber oft Titel, die nicht mit den individuellen Wertvorstellungen (vermögender) Anleger zusammenpassen (siehe hier). Direct Indexing in Deutschland wird daher künftig vor allem auf Direct ESG bzw. SRI Indexing hinauslaufen, wie es mein Unternehmen Diversifikator institutionellen Interessenten bereits anbietet.

Modellportfolio-Robos statt Standard Robo-Advice

Solche Direct Indexing Ansätze können mit Hilfe von „Modellportfolio-Robo-Advisors“ schon bald gut und relativ günstig automatisiert werden.

Was ich unter einem Modellportfolio-Robo verstehe: Voll-automatisierte Registrierungsmöglichkeit (Onboarding) für Neukunden, nicht voll-automatisierter (kriterienbasierter) Zugang zu mehreren Portfolios und automatisierte Umsetzung der Portfolios. Bei einem „normalen“ Robo-Advisor besteht in der Regel eine automatisierte (nicht individuell direktbeeinflussbar) Allokation in ein Portfolio, dass sich nur nach „Risikoklassen“ unterscheidet.

Gegenüber traditionellen Vermögensverwaltungen können Standard Robo-Advisors und Modellportfolio-Robos zu erheblichen Effizienzgewinnen bei den Anbietern führen. Wenn diese (teilweise) an Anleger weitergereicht werden, führen sie zu günstigeren Angeboten.

Modellportfolio-Robos: Drei Plattformtypen

Man kann zwischen mehreren Typen von Modellportfolio-Robos zu unterschieden: Im weiteren Sinngehören Fondsplattformen dazu, also solche, die Zugang zu traditionellen (teuren)Fonds bzw. Dachfonds geben („Vertriebsplattformen“).

Eine zweite Plattformartbesteht aus Portfolios von professionellen Managern, die es nicht in Fondsform gibt, also eine Art Wikifolio von Profis. Mit einer solchen Plattform können Vermögensverwalter neue Portfolios testen bzw. effizient zusätzliche standardisierte Portfolios anbieten. United Signals hatte bzw. hat noch ein derartiges Geschäftskonzept. Das ist aus Anbietersicht deshalb wichtig, weil neue Fonds sehr teuer sind. Anleger kaufen aber Portfolios meist erst, wenn diese einen „echten" Trackrecord haben.

Drittens sind proprietäre „Plattformen" möglich, die Anlegern Zugang zu Portfolios nur eines Anbieters ermöglichen. Meine Firma Diversifikator bietet eine teil-automatisierte Plattform mit regelbasiert-optimierungsfreien Portfolios mit Schwerpunkt auf verantwortungsvolle Angebote an. Individuelle Risikotoleranzen werden durch Kombinationen einzelner Portfolios mit risikoarmen Anlagen („Cash") gebildet. Die Plattform kann aber auch aus thematischen ETF-Portfolios bestehen, wie die Zeitgeist Portfolios von Werthstein, die allerdings künftig in Deutschland nicht mehr angeboten werden.

In Großbritannien gibt es circa 20 Modellportfolioplattformen, die stark wachsen (siehe hier) und auch der US Markt ist sehr groß und lukrativ für Anbieter (siehe hier).

Ein wesentlicher Unterschied zwischen Modellportfolioplattformen und Robo-Advice ist die Art der Entscheidungsfindung. Beim typischen Robo-Advisor wird die Allokation zu Anlageklassen „pseudo-optimiert". Ich bezeichne den Ansatz so, weil die Ergebnisse vor allem von den Modellrestriktionen (welche Anlagesegmente werden genutzt) und den Datenprognosen (für Renditen, Risiken und Korrelationen) abhängen. Dazu kommen Risikoeinschätzungen der Anleger, die ebenfalls oft modellabhängig sind.

Modellportfolioplattformen wie – im Retailbereich – Wikifolio erlauben den Anlegern aber in der Regel, Portfolios kriterienbasiert zu selektieren. Dabei sollten aber nicht vergangene Renditen im Vordergrund stehen, sondern z.B. wie „verantwortungsvoll" ein Portfolio ist. Die typische künftige Modellportfolioplattform wird aber wohl Portfolios mehrerer Anbieter nutzen. Das macht die Selektion schwieriger.

Modellportfolio-Robos sind besser für Berater bzw. hybride Ansätze

Die meisten – gerade auch vermögenden – Anleger, wollen nicht auf Berater verzichten. Sie wollen aber auch möglichst viel digitale Unterstützung haben. Daher gelten Kombinationen von persönlicher Beratung mit digitaler Unterstützung, sogenannte hybride Angebote, als besonders zukunftsträchtig (siehe hier).

Wenn eine Bank über einen typischen Robo-Advisor verfügt, kann ein Berater Kunden bei der Risikoeinschätzung beraten. Bei der standardisierten Umsetzung kann der Berater aber nur noch „technisch" unterstützen und keinen Einfluss mehr auf das Portfolio nehmen. Das ist bei Modellportfolioplattformen anders. Hier kann der Berater auch bei der Portfolioauswahl weiterhelfen.

Das administrativ aufwändige sogenannte Onboarding von Neukunden kann dagegen vollkommen automatisiert ablaufen. Wenn die Portfolios regelbasiert sind, sind auch keine

Eingriffe von Portfoliomanagern mehr nötig. Die Umsetzung von solchen Modellportfolios kann daher sehr einfach und effizient automatisiert werden. Solche Portfolios können daher sehr kostengünstig angeboten werden.

Vermögensverwalter sollten sich auf Finanzplanung und illiquide Anlagen fokussieren

Private Banker und Vermögensverwalter werden liquide Anlagen künftig daher wohl kaum mehr selbst (aktiv) managen. Sie werden auch nicht immer wieder neue Fremdprodukte mehr dafür selektieren (müssen), sondern können sich auf die begleitende Beratung von anspruchsvollen Anlegern z.B. in Bezug auf Finanzplanung und Modellportfolioselektion fokussieren.

Für nicht-liquide Anlagen wie Immobilien, Infrastruktur und Private Equity werden traditionelle Vermögensverwalter aber weiterhin sehr wichtig für die Allokation und Selektion von Investmentmanagern sein.

Modellportfolio-Robos: Ideale Digitalisierung für Bestandskunden und das Neukundengeschäft

Bisher gibt es kaum Angebote von effizienten Modellportfolio-Robos für anspruchsvolle deutsche Anleger. Es gibt erst recht keine Plattformen, die auch strenge oder sogar individualisierbare ESG Portfolios umfassen. Mit solchen Angeboten könnten Banken und unabhängige Vermögensverwalter Kunden aber wohl besser halten und vielleicht auch einige Neu- bzw. Fremdkunden und Selbstentscheider (wieder) für sich gewinnen.

Robo-Advisors sind eine Konkurrenz für Fondsanbieter und individuelle Vermögensverwalter (11-2016)

Die Frage ist, ob einige der von Rekenthaler genannten Strategien (siehe hier) nicht genauso gut oder sogar besser von Robo-Advisors als von traditionellen aktiven Fondsmanagern angeboten werden können.

Die ETF-Anbieter Vanguard und Schwab sind in den USA die erfolgreichsten Robo-Advisors. Gründe dafür sind wohl vor allem ihre Bekanntheit und guten Markennamen dieser beiden Anbieter aber auch die sehr geringen Gebühren ihrer Robo-Advisors. Es ist zu erwarten, dass andere ETF Anbieter ebenfalls erfolgreiche Robo-Advisors aufbauen können. Für unabhängige Robo-Advisors wird es sehr schwer werden, gegen diese Anbieter anzukommen. Das können sie nur durch Differenzierung der Produktangebote versuchen, denn die Robo-Advisor Technik ist mittlerweile eine Commodity geworden. Damit aber gehen die Robo-Advisors in direkte Konkurrenz zu aktiven Managern.

Für die Produktdifferenzierung sehen ihnen mehrere Wege offen, darunter auch die von Rekenthaler angesprochenen:

- Angebote von ETFs verschiedener ETF-Anbieter: Das bringt Kunden relativ wenig Zusatznutzen, da die Angebotspaletten der großen ETF-Anbieter ziemlich komplett sind

und sich die ETFs zwischen den Anbietern oft kaum nennenswert voneinander unterscheiden.

- Angebote von aktiven Fonds auf ihren Plattformen: Die großen ETF-Anbieter haben fast alle auch aktive Fonds im Konzernangebot, die sie ebenfalls schon jetzt oder wohl künftig online anbieten. Produktunabhängigkeit kann sich dabei zu Gunsten der Robo-Advisors auswirken.
- Angebote von Assetklassen, für die es keine ETFs gibt, z.B. direkte Immobilien oder Private Equity Investments: Auch hier haben ETF Anbieter keine Vorteile. Online-Anbieter aus dem sogenannten Crowd-Investing Segment sind schon mit solchen Angeboten am Markt und damit eine Konkurrenz zu etablierten Asset-Managern.
- Angebote von Einzeltiteln und individuellen Portfoliobildungsmöglichkeiten für Anleger, zum Beispiel Targeted Smart Beta. Hier haben klassische ETF-Anbieter die vor allem auf Skaleneffekte setzen kaum Startvorteile, also auch damit eröffnen sich Differenzierungschancen für Robo-Advisors.
- Angebote von Solutions wie den von Rekenthaler genannten: Das können Robo-Advisors wahrscheinlich besser machen als ETF-Anbieter ohne Robo-Unterstützung.

Aber wie sollen sich aktive Manager künftig im Spannungsfeld zwischen ETF-Anbietern und Robo-Advisors positionieren?

Das kann einerseits über einen starken Vertrieb erfolgen. Eine etablierte Vertriebsorganisation ist von Robo-Advisors nur schwer zu kopieren. Im B-to-B Bereich erfolgt der Vertrieb durch die Partner („to-B“), so dass Assetmanager, die keinen starken eigenen Direktvertrieb haben, auf andere Elemente setzen müssen. Bei den Kosten können sie kaum mit Robo-Advisors konkurrieren. Vorteile für traditionelle Assetmanager ergeben sich auch dadurch, dass heute der überwiegende Teil aller Anleger aktive Assetmanager nutzt und Anleger ihre Anbieter nicht unbedingt oft bzw. schnell wechseln. Vorteile sind auch die Provisionen, die – im Gegensatz zu Angeboten von ETFs bzw. Robo-Advisors – mit diesen Produkten verdient werden können. Mit Provisionsverboten, neuen „Fiduciary Standards (siehe „DOL“-Vorgaben in den USA) und mehr Transparenz unter anderem durch Robo-Advisors ändert sich das jedoch.

Der überwiegende Anteil der Anlagen liegt heute noch bei aktiven Fondsmanagern, die diskretionäre bzw. personen- oder teamabhängige Investmentphilosophien verfolgen. Investmentphilosophien kann man grob in drei Gruppen differenzieren: Diskretionäre, quantitative (regelbasiert-prognosebasierte) und regelbasiert-prognosefreie.

Personenabhängige, diskretionäre bzw. Starfondsmanager-Strategien werden auch künftig nur von aktiven Managern umgesetzt werden. Diese können ihre Strategien online stellen (wie bei Wikifolio oder United Signals), aber solch individuelle Portfoliomanager bzw. Teams werden kaum Bestandteil von ETF-Anbieter- oder Robo-Advisor-Angeboten sein.

Regelbasierte (z.B. Smart-Beta) Strategien können dagegen sehr wohl relativ einfach von ETF-Anbietern und Robo-Advisors „inhouse“ entwickelt und gemanagt und angeboten werden. Größere ETF-Anbieter werden dabei allerdings kaum sehr viele sehr spezielle „targeted“ Strategien anbieten. Robo-Advisors können das aber durchaus kostengünstig umsetzen. Ähnliches gilt für Solutions, sofern sie regelbasiert sind, was meist der Fall ist. Diese können besonders von Robo-Advisors effizient umgesetzt und angeboten werden.

Wenn man also Robo-Advisors und Crowd-Investing in die Überlegungen von Rekenthaler einbezieht, bleiben kaum noch attraktive Erfolgsstrategien für aktive Fondsmanager übrig.

Was bedeutet das für Anlageberater? Anleger, die keine Berater nutzen wollen, können nur über Online-Selbstbedienungs- bzw. Robo-Advisors adressiert werden. Aber die meisten, gerade auch anspruchsvolle Anleger, wollen weiterhin persönlich beraten werden. Diesen Kunden sollten ETFs, Smart-Beta und andere Strategien möglichst effizient angeboten werden. Gerade regelbasierte Strategien können online sehr gut unterstützt werden. Dabei können fremde regelbasierte Strategien (z.B. von ETF-Anbietern) genutzt werden oder auch eigene Anlagestrategien entwickelt und online-unterstützt angeboten werden.

Ich halte daher die Kombination von regelbasierten Produkten mit starker online („Robo“) Unterstützung und persönlicher Beratung für den Königsweg.

PERSÖNLICHE UND ROBO-BERATUNG

ROBO-ADVISOR DEFINITION UND KLASSIFIKATION (5-2015)

Robo-Advisors werden in den USA und auch in Großbritannien immer populärer. Einige von ihnen haben viele Millionen Venture Capital von als sehr anspruchsvoll geltenden Fonds erhalten. Manche managen schon mehrere Milliarden an Kapitalanlagen. Vanguard und Charles Schwab sind auch schon in dem Markt aktiv und über Google, Alibaba und weitere potentielle Wettbewerber wird spekuliert.

Robo-Advisors sind ein Untersegment der sogenannten Fintechs. Fintechs sind technologisch fokussierte bzw. digitale Finanzunternehmen. Fintechs umfassen Unternehmen mit Fokus auf Kreditvergabe, Zahlungsverkehr und eben auch Anlageberatung bzw. Investments wie Robo-Advisors.

Investopedia definiert Robo-Advisors wie folgt: „A robo-advisor is an online wealth management service that provides automated, algorithm-based portfolio management advice without the use of human financial planners.[175]“ Basierend auf einer Online-Befragung des Anlegers, mit der versucht wird, seine Risikotoleranz zu ermitteln, erhält der Anleger regelbasierte standardisierte Anlagevorschläge.

Auch in Deutschland gibt es schon einige Robo-Advisors [176]. Sie verfolgen durchaus unterschiedliche Ansätze: Die erste Gruppe, die man als „Investment- bzw. Kapitalanlage Robo-Advisors“ bezeichnen kann, stellt eine einfache langfristige Kapitalanlage in den Vordergrund: In der Regel werden wenige ETF-basierte Portfolios angeboten, die meist in

[175] www.Investopedia.com im August 2014

[176] Siehe z.B. German Fintech Overview auf www.paymanetandkanking.com in der Kategorie „Savings“ oder „Robo-Advisors: Was die automatisierte Vermögensverwaltung taugt“ in Finanztest 1/2017; Robo-Advisors werden im Folgenden auch als „Robos“ bezeichnet.

defensive, ausgewogene und dynamische Strategien eingeteilt werden. In der einfachsten Variante zeichnen sie sich durch Allokationen wie 30/70, 50/50 und 70/30 in Bezug auf Aktien- und Anleihe-ETFs aus[177].

Andere Anbieter werben mit ihrer wissenschaftlichen Basis, meist Markowitz-Optimierungen, und kommen zu vergleichbaren Portfolios. Kern-Werbebegriffe sind: Günstig, einfach, transparent, wissenschaftlich basiert, diversifiziert. In den angelsächsischen Ländern gehört neben den o.g. Stichworten noch das sogenannte Tax-Loss Harvesting zu den wichtigen Verkaufsargumenten. Dabei sollen durch „automatisierte" Realisierungen kurzfristiger Verluste Steuern gespart werden.

Beispiele dafür sind Betterment (US), Wealthfront (US), Future Advisor (US), Nutmeg (UK), Quirion (D), easyfolio (D), Just ETF (D), yavalu (D, jetzt: financescout24), Ginmon (D), owlhub (D), truewealth (CH) und ähnlich Vaamo (D) und Fairr (D) sowie die Aktivitäten von Charles Schwab (US) und Vanguard (US).

Die amerikanischen Robo-Advisors bieten ihre Services mit angeblichen „0" bis zu 0,25% p.a. auf den ersten Blick relativ günstig an. Die Europäer liegen eher bei 0,4% – 1% p.a..

Die Unterschiede zwischen den Anbietern sind relativ klein. Finanztest teilt sie in drei Gruppen ein: Selbstbedienungs-Plattformen („SB-Robos"), Beratungsplattformen („Beratungs-Robos") und Vermögensverwaltungsplattformen („Verwaltungs-Robos"). Die Einteilung orientiert sich einerseits an den Services und andererseits an den Regulierungserfordernissen der Plattformen.

Selbstbedienungsplattformen liefern Portfolios die von Anlegern im sogenannten Execution-only, also frei von persönlicher Beratung, bei ihren Depotbanken umgesetzt werden. Beratungs- bzw. Vermittlungsplattformen vermitteln Portfolios an eine Depotbank und ermöglichen Anlegern, dort neue Depots zu eröffnen, in denen die Anfangsportfolios automatisiert umgesetzt werden. Anleger können fortlaufend Tipps zu Portfolioänderungen erhalten, die sie aber nicht umsetzen müssen. Bei Vermögensveraltungsplattformen werden von der Plattform (dem Robo-Advisor) auch laufende Änderungen selbstständig umgesetzt.

Teilweise wird das reine Online-Angebot sehr weniger einfacher Portfolios bereits um weitere Portfolios erweitert worden. In einigen Fällen ist zumindest geplant, auch Video-Beratung oder sogar persönliche (Honorar)Beratung zusätzlich anzubieten[178].

Die zweite Gruppe, die ebenfalls oft als Robo-Advisor bezeichnet wird, kann man „Trading- bzw. Handels-Robos" nennen. Diese Plattformen fokussieren auf eher kurzfristige und Handelsstrategien statt langfristiger Anlagestrategien. Das grundlegende Prinzip dieser Gruppe ist es, Musterportfolios online zu stellen, die beobachtet und für Investments nachgebildet werden können. In diesem Sinne sind es keine vollkommen Algorithmus-basierten Robo-Advisors im engeren Sinn sondern eher Social-Investing-Plattformen, die auf Empfehlungen und dem „Follower-Prinzip" beruhen. Diese sind von Crowdinvesting zu

[177] So z.B. bei Easyfolio
[178] In Deutschland z.B. sehr früh schon von Quirion angeboten

unterscheiden. Crowdinvesting-Anbieter sammeln Geld von zahlreichen Investoren ein um sie in einzelne Projekte z.B. ökologischer oder sozialer Art oder neuerdings auch Immobilien zu investieren.

Die Musterportfolios können von Investmentprofis oder Laien eingestellt werden. Teilweise müssen sie vor der Veröffentlichung geprüft werden und/oder es muss nachgewiesen bzw. sichergestellt werden, dass die Manager der Portfolios auch mit echtem Geld investiert sind. Diese Musterportfolios werden teilweise automatisiert implementiert. Daher kann man diese Ansätze als Robo-Advisors im weiteren Sinn verstehen. Viele Plattformen sind auf Aktien fokussiert aber es gibt auch Plattformen, die mehrere Assetklassen bzw. Instrumente wie Fonds, Zertifikate, Derivate etc. anbieten. Beispiele sind Covestor (US), Wikifolio (Österreich), Moneymeets (D) und United Signals (D) aber auch twindepot (D), Ayondo (D) und sharewise (D).

Vereinfacht ist das Geschäftsmodell wie folgt: Je mehr Geld von „Followern“ in die Musterportfolios investiert wird, desto eher verdient die Plattform bzw. der Entwickler bzw. Manager des Musterportfolios. Dabei verdient die Plattform zum Beispiel an einbehaltenen Vertriebsprovisionen der Anbieter von Produkten, die sich in den Portfolios befinden. Follower haben daher oft keine direkten Gebühren zu zahlen. Aber es gibt auch Abonnementmodelle für Investmenttipps wie smartdepot (D). Neue Nutzer anzuziehen und zu halten soll vor allem durch Social Media Methoden erfolgen.

Solche Follower werden vor allem durch gute Portfolios angezogen. Dauerhaft gute Portfolios anzubieten ist aber schwierig, wie alle Portfoliomanager wissen. Mittelfristig wird daher neben der Performance auch das Risikomanagement eine wichtige Rolle spielen und wohl auch die Nachvollziehbarkeit bzw. Transparenz der Ansätze, möglicherweise auch das Thema Responsible Investments. Anbieten würde sich gerade bei den handelsorientierten Ansätzen auch eine sogenannte Gamification.

Falls es zu einem Vertriebsprovisionsverbot kommen sollte, sind die provisionsabhängigen Handels-Ansätze nicht mehr umsetzbar und müssen wohl auf volumenbasierte oder Abo-Bezahlmodell umstellen. Auch die sicher kommende Transparenz von Vertriebsprovisionen kann den Handels-Ansätzen schaden. Denn dabei kann herauskommen, dass die Plattform-Anbieter mehr an ihren Kunden verdienen, als diese Kunden vermuten. Die Robo-Advisors, die auf Basis von provisionsfreien ETFs arbeiten und die eine Gebühr direkt vom Anleger verlangen, wie die erste oben genannte Gruppe, kann dagegen wahrscheinlich von solchen Transparenz-Entwicklungen profitieren.

Möglicherweise werden künftig Robo-Advisors besonders erfolgreich sein, wenn sie Anlage-, Social-Investment- und Handelsansätze sowie Video- oder persönliche Beratung miteinander kombinieren.

Bieten Robo-Advisors eine bessere Beratung an als traditionelle Anbieter? (10-2016)

Traditionelle Anlageberatung steht unter Druck. Anlageberater in Banken aber auch unabhängige Berater und natürlich Vermittler finanzieren ihre Beratung bzw.

Vermittlungsservices heute vor allem über Anbieterprovisionen. Von Verbraucherschützern wird kritisiert, dass das zum Verkauf von zu teuren Produkten führt. Bei der Vereinnahmung von Abschlussprovisionen besteht zudem das Risiko, dass Anleger zu oft zum Tausch von Produkten angeregt werden, weil so mehr verdient werden kann.

In Großbritannien, den Niederlanden und einigen skandinavischen Ländern sind Vertriebsprovisionen bereits verboten. Anleger müssen seitdem direkt für Beratung zahlen, meist in Form von Beratungszeitvergütungen (sogenannte Honorarberatung im engeren Sinn). oder laufenden Provisionen. Anders als erwartet sind offenbar nur relativ wenige Kunden bereit, für Beratung direkt bezahlen. Es scheint in diesen Ländern eher so zu sein, dass das Vertriebsprovisionsverbot zu verstärkten Nachfragen nach vermögensverwaltenden Fonds (oft in Form von Dachfonds), zu Beratungsverzicht und zu mehr Selbstberatung führt.

In Deutschland zeigen zahlreiche Umfragen, dass das Knowhow von Anlegern in Bezug auf Fonds oder Aktien sehr begrenzt ist. Nur wenige Anleger trauen es sich zu, individuell Portfolios für sich zusammenzustellen. Es ist daher anzunehmen, dass Kunden bei einem Provisionsverbot in großem Umfang auf vermögensverwaltende bzw. Standard- oder Musterportfolios zurückgreifen werden.

Die Frage, ob Robo-Advisors besser oder schlechter sind als menschliche Berater ist ein Thema, welches auch Aufsichtsbehörden interessiert [179]. Die langweilige Antwort lautet wahrscheinlich, es kommt auf den Robo und den menschlichen Berater bzw. die Beraterin an.

Man kann den Anlageprozess grob in 4 Schritte untergliedern: Finanzplanung, Risikoanalyse der Anlegerin oder des Anlegers, Portfoliozusammenstellung und Implementierung.

Finanzplanung: Robo-Advisors bzw. automatische Investment Advisors können z.B. durch Depot- und Kontoaggregation und intelligente Analysen dabei helfen, eine gute Übersicht über bestehende liquide Anlagen und laufende Einnahmen und Ausgaben zu schaffen. Typischerweise können Robos jedoch illiquide Anlagen wie Immobilien nicht adäquat berücksichtigen. Auch Verbindlichkeiten wie Konsumentenkredite etc. sind nicht einfach automatisiert zu erfassen.

Tools können auch dabei unterstützen, wenn es um die systematische Zusammenstellung von geplanten Ausgaben und Einnahmen geht. Durch Fragen auch nach nicht-finanziellen Risiken kann zudem automatisch analysiert werden, welche Versicherungen sinnvoll sein können. Steuer- und Erbschaftsthemen wiederum sind automatisiert nur schwer abzuarbeiten.

Anleger-Risikoanalyse: Kapitalanlage-bezogene Risikoanalysen können sehr gut automatisiert erfolgen, z.B. mit dem Tool auf www.behavioral-finance.de. Allerdings fehlt bei Robos manchmal eine Erklärung bzw. Dokumentation, warum das Risikotool so ausgestaltet ist, wie es ist, und wie von den Ergebnissen auf geeignete Anlageportfolios geschlossen werden kann.

[179] Zu möglichen Vor- und Nachteilen von Robos gegenüber menschlichen Beratern siehe z.B. ESMA European Securities and Markets Authority et al.: Joint committee discussion paper on automation in financial advice, 5. Dezember 2015, S. 17/18 und 21-27

Die Portfoliozusammenstellung besteht aus Asset-Allokation, also der Verteilung der Anlagen über Anlageklassen und aus der Titel- bzw. Wertpapierselektion sowie Wertpapiergewichtung. Die Portfoliozusammenstellung sollte individuell auf die Bedürfnisse von Anlegern abgestellt werden und die Aufsichtsbehörden sehen bei Robos einige Risiken in Bezug auf diese Individualisierung. Außerdem thematisieren die Behörden mögliche Vorteile von Algorithmen für die Lösung von Anlagethemen, besonders weil sie konsistente Lösungen bieten und aktuelle Marktdaten besser verarbeiten können. Aber es wird auch auf die Robo-Risiken Intransparenz, versteckte Kosten, falsche Algorithmen und Manipulationen hingewiesen.

Die Unsicherheit von Prognosen oder die Sensibilität von Algorithmen werden jedoch nicht thematisiert. So stimmen viele Wissenschaftler und Anlagepraktiker typischerweise darin überein, dass vor allem die Asset Allokation und Kosten die Anlageergebnisse bestimmen. Asset Allokationen werden bei Robos aber auch von vielen menschlichen Beratern mit Hilfe von Algorithmen bzw. mathematischen Modellen bestimmt. Man kann davon ausgehen, dass Robos vor allem Markowitz-Optimierungen oder daraus abgeleitete Modelle nutzen. Es werden zwar mehrere Anlagesegmente genutzt aber oft nur aus den Anlageklassen Aktien und Anleihen. In der Regel werden Prognosen zu Renditen, Risiken und Abhängigkeiten zwischen Anlagesegmenten benötigt. Prognosen werden oft vor allem Vergangenheitsdaten zugrunde gelegt. Das führt z.B. dazu, dass Anleihen meist als sichere Anlagen gelten. Sogenannte defensive Portfolios setzen daher in großem Umfang auf Anleihen.

Einige „menschliche“ Berater hinterfragen diese Annahmen seit einiger Zeit. Es ist aber anzunehmen, dass menschliche Berater implizit oder explizit mit ähnlichen Modellen arbeiten wie Robos. Ähnliche Modelle und grundsätzliche Ausrichtungen von Prognosen können trotzdem zu sehr unterschiedlichen Allokationen führen[180]. Das größte Problem für Anleger ist daher die Input- und Modellabhängigkeit von Anlageempfehlungen sowohl von Beratern als auch von Robos.

Die Frage ist also nicht, ob Berater oder Robos bessere Portfolios zusammenstellen können, sondern welche Daten und Modelle bzw. Annahmen verwendet werden. Selbst wenn die Modelle von Robos voll transparent wären, wäre nicht viel erreicht. Denn um die Ergebnisse nachvollziehen zu können, müssten zu jedem Zeitpunkt alle Inputdaten offen gelegt werden. Robos liefern daher zwar vielleicht konsistente Ergebnisse, die aber auch konsistent falsch sein können. Damit ergibt sich die Forderung nach mehr Transparenz der Robos. Dokumentierte Erklärungen, warum was wann wie gemacht wird, reduzieren auch den Aufwand eines Beraters, der nicht immer dasselbe erklären muss.

Kommen wir zum zweiten Punkt der Portfoliozusammenstellung, der Wertpapierselektion. Diese wirkt sich vor allem auf die Kosten aus. Man kann feststellen, dass kostengünstige Anlagen meist bessere Anlageergebnisse bringen als teure Anlagen. Außerdem könne illiquide Anlagen die Flexibilität begrenzen und damit für Anleger, die auf Liquidität angewiesen sind, nachteilig sein. Umgewichtungen von Portfolios oder Rebalanzierungen kosten ebenfalls zunächst Geld. Umschichtungen, die regelmäßig häufiger als einmal pro Jahr

[180] s. zum Beispiel Pseudo-Optimierer auf www.diversifikator.com

erfolgen, haben sich in der Vergangenheit nicht unbedingt als vorteilhaft für Anleger erwiesen.[181]

In Bezug auf Kosten haben die meisten Robos, sofern sie auf kostengünstige ETFs bzw. Fonds und wenige Umschichtungen setzten, klare Vorteile gegenüber menschlichen Beratern. Zunächst muss ja die Beratung selbst bezahlt werden. Diese kann kostenlos erscheinen, wird dann aber durch Vertriebsprovisionen bzw. Rückvergütungen („Kickbacks“) von Produktanbietern bezahlt. Da Honorarberatung von Endkunden noch kaum akzeptiert wird, ist es nicht verwunderlich, wenn Berater oft Fonds mit hohen Provisionen anbieten. Insbesondere illiquide Investments sind oft attraktiv für Berater. Und es gibt Berater die Wertpapieranlagen umschichten, weil ihnen das zusätzliche Provisionen einbringt und mehr Trading auch mehr Beratung braucht.

Systemische Risiken, also dass Robos Marktkrisen durch gleichgerichtetes Handeln auslösen oder verstärken können, können dagegen ausgeschlossen werden, weil Robos noch so wenig Geld verwalten. Anleger haben aber vor allem Sorge, dass Robos in Marktkrisen nicht adäquat reagieren können. Ob Menschen oder Robos in Krisen besser für die Anleger handeln, ist unklar. Wenn man die Finanzkrisen der letzten Jahre analysiert wäre es oft besser gewesen, man hätte gar nicht gehandelt sondern seine jeweiligen Anlagestrategien, sofern diversifiziert, durchgehalten. Das können Robos wahrscheinlich besser als menschliche Berater.

Implementierung: Hier können Robos ihre volle Stärke ausspielen, sofern es um liquide Anlagen geht. Robos können aber nicht allen Anlegern immer alle ihre Fragen beantworten. Sie sollten aber in der Lage sein, möglichst viele dieser Fragen standardmäßig abzudecken. Aber warum Robo A besser als Berater B ist und ähnliche Fragen werden nur mit Hilfe menschlicher Berater beantwortet werden können.

Fazit: Das Risiko einer Fehlberatung besteht vor allem in einer unzureichenden Finanzplanung. Es ist aber anzunehmen, dass Nutzer mit geringen finanziellen Möglichkeiten normalerweise auch nur relativ einfache Finanzplanungen benötigen, die dementsprechend einfach automatisiert werden können. Ein weiteres erhebliches Risiko ist eine falsche Asset-Allokation. Aufsichtsbehörden übersehen in ihrem Diskussionen über Algorithmen bzw. Modelle, dass diese äußerst anfällig auf kleine Änderungen reagieren können bzw. stark prognoseabhängig sind. Und Prognosen sind bekanntlich schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen. Menschliche Berater arbeiten allerdings ähnlich. Große Organisationen mit vielen Beratern, die auf einem einzigen Modell aufsetzen, sind daher systemisch kritischer zu betrachten als Robos.

Die (hybride) Kombination von Beratern mit für Anleger (und idealerweise auch für Aufseher und Verbraucherschützer) transparenten Robos scheint am erfolgversprechendsten für alle Parteien zu sein. Weil die individuelle Dateneingabe vom Kunden selbst übernommen werden kann und Analysen automatisiert unterstützt werden, sparen Berater Kosten und gewinnen Zeit für qualifizierte Beratung. Transparenz für Anleger sollte die Beratungsqualität weiter erhöhen. Das gilt allerdings nur, wenn die Transparenz mit dem Willen der Anleger

[181] s. Abschnitt „Rebalanzierungen“ auf www.diversifikator.com und dort erwähnte Quellen

einhergeht, sich über Geldanlagen selbst genau zu informieren. Menschliche Berater werden also nicht überflüssig werden.

Klar ist, dass sich persönliche Beratung auch für Anbieter lohnen muss. Menschliche Berater können auch bei vertriebsprovisionsbasierten Modellen an Anlegern mit geringen Anlagesummen nicht adäquat verdienen. Die Grenzkosten weiterer Anleger für Robo-Advisors sind jedoch sehr gering und die technischen bzw. Online-Informationsmöglichkeiten sind inzwischen sehr vielfältig bis hin zu voll automatisierten Chatbots. So können sich auch Anleger mit geringen finanziellen Mitteln, die einen Online-Zugang haben, adäquat informieren und kostengünstige und für sie passende Anlagemöglichkeiten online finden. Die technische Entwicklung sollte auch die Grenzen für bezahlbare persönliche Beratung senken. Das ist unabhängig davon, ob die persönliche Beratung direkt vom Anleger bezahlt oder indirekt über Provisionen von Produktanbietern kompensiert wird.

Zur finanziellen Möglichkeit, für Beratung zu zahlen, muss jedoch auch der Wille kommen. Der Wille, adäquat für den Knowhow- und Zeiteinsatz von Beratern zu zahlen, ist in Deutschland – aber offenbar auch in UK – sehr beschränkt. Modelle, die eine vom Anlagevolumen abhängige Beratungs- bzw. Servicegebühr nutzen, scheinen für Anleger attraktiver zu sein und können das Risiko der falschen Produktselektion und des übermäßigen Tradings reduzieren.

SCHWANKUNGEN SIND TOLERIERBAR, INTRANSPARENZ NICHT (8-2017)

Die Bestimmung von Risikotragfähigkeiten von Anlegern bzw. der „Geeignetheit“ von Portfolios sind wesentliche Bestandteile der Beratung von Anlegern und werden zunehmend detaillierter reguliert. Dabei stehen Volatilitäten bzw. Schwankungen im Vordergrund. Früher war es für Anleger schwierig festzustellen, wie viel Risiko sie tragen können und welche Portfolios zu ihnen passen. Banken und freie Berater haben die Risikoeinschätzungen und Portfolioauswahl für die Anleger durchgeführt aber selten transparent gemacht. Das ändert auch die neue Regulierung nicht, die aber immerhin die Kosten für Anleger transparenter macht.

Aber seit einiger Zeit gibt es Online-Plattformen (auch als Robo-Advisors bekannt), die mit hoher Transparenz werben. Auf diesen können Anlageinteressenten selbst ihre Daten und Anlagepräferenzen eingeben. Danach erhalten sie Portfoliovorschläge, die ihrer Risikotragfähigkeit entsprechen sollen. Trotzdem ist für Anleger oft nicht transparent nachvollziehbar, warum welche Risikoprofile entstehen (siehe auch Michael Tertlit/Peter Scholz: To Advise, or Not to Advise — How Robo-Advisors Evaluate the Risk Preferences of Private Investors, Hamburg 2017). Es ist ihnen oft auch nicht klar, warum welche Anlageempfehlungen genau diesen Risikoprofilen entsprechen sollten. Das geht aber auch anders.

Als wir (www.diversifikator.com) Ende 2015 nach einem passenden Risikotool suchten, haben wir uns für das wissenschaftlich basierte Tool von Professor Weber von der Uni Mannheim entschieden (siehe www.behavioral-finance.de[182]). Von einer wissenschaftlichen

[182] https://www.behavioral-finance.de/blank

Basis sollte man sich allerdings nicht blenden lassen. Fast alle Robo-Advisor werben mit irgendeiner wissenschaftlichen oder Nobelpreisträger-Basis. Das bedeutet aber nicht, dass ihr Vorgehen für Anleger nachvollziehbar ist.

Beim Tool von Professor Weber werden Anleger sehr anschaulich mit Verlusten und Verlustwahrscheinlichkeiten des deutschen Aktienmarktes konfrontiert. Außerdem arbeitet das Tool mit vielen Variationen, bevor man Ergebnisse bekommt. Dieses Vorgehen ist verhaltenswissenschaftlich begründet und sehr gut nachvollziehbar.

Andere Tools setzen nur auf Portfolioschwankungen (Volatilitäten) und oft auch nur auf solche der jüngsten Vergangenheit. Und in den letzten Jahren waren die Schwankungen an den Anlagemärkten recht gering. Den meisten Anlegern ist es aber wahrscheinlich sogar egal, ob hohe Schwankungen auftreten, solange ihre Kapitalanlagen an Wert gewinnen. Ihnen ist es auch egal, ob Verluste mit niedrigen Schwankungen einhergehen, denn die Verluste schmerzen mehr als die Schwankungen.

Inzwischen haben wir ein eigenes und mit sehr wenig Zeitaufwand nutzbares Risikoeinschätzungstool entwickelt, welches ohne Angaben von Anlagebetrag oder Anlagehorizont bzw. Risikotoleranz auskommt (siehe "Risikowahl" auf www.diversifikator.com). Unser Tool zeigt Anlegern Verluste und Renditen des Weltaktienmarktes in unterschiedlichen Perioden seit 2007. Damit ist die letzte große Aktienmarktkrise von 2007/2008 enthalten. Zusätzlich können Anleger die Verluste eines aus 50% Weltaktien und 50% „Cash“ bestehenden Portfolios analysieren. Anleihen haben in der Vergangenheit durch Zinssenkungen oft relativ stark an Wert gewonnen. Für die Zukunft werden aber von fast allen Profis Zinssteigerungen erwartet, die zu Wertverlusten bei Anleihen führen. Wir nutzen daher zinsloses „Cash“ für "Rückrechnungen" aber auch zur möglichen Reduktion künftiger Portfoliorisiken. Viele andere Tools verwenden die guten Anleiherenditen der Vergangenheit und nicht alle berücksichtigen die starken Verlustjahre der letzten großen Finanzkrise.

In unseren Darstellungen kann man Wertverluste von circa 50% bei Aktien in 2008 feststellen und entsprechend auch 25% Verluste von Aktien/Cash Kombinationen. Allerdings gibt es seit 2007 keine 6 Jahresperiode, in denen Anleger insgesamt (kumuliert) nominal Geld verloren hätten. Früher gab es jedoch Perioden von über 10 Jahren mit Verlusten und in einzelnen Märkten wie Japan sogar noch viel länger. Um solche Analysen selbst durchzuführen, kann man die kostenlosen Tools auf www.portfoliovisualizer.com nutzen.

Unsere Erwartung ist daher, dass Anleger mit einem Anlagehorizont von mehr als 6 Jahren bei einem breiten Aktieninvestment künftig selten sehr schmerzhafte Verluste erleiden sollten. Zwischenzeitliche Schwankungen könnten bzw. sollten ihnen daher egal sein.

Bei einem Anlagehorizont unter sechs Jahren kann es nicht nur für Aktien sondern auch für Aktien/Cash Kombinationen mit hoher Wahrscheinlichkeit zu erheblichen Verlusten kommen. Anleger mit einem kürzeren Anlagehorizont müssen auch hohe Schwankungen tolerieren können. **Da Langfristanleger Schwankungen ignorieren können und Kurzfristanleger Schwankungen akzeptieren müssen, sind Schwankungsanalysen nicht sehr hilfreich für die Selektion des Risikoteils eines Portfolios.**

Allerdings werden Geldanlagen oft nach ihren Schwankungen in Risikoklassen eingeteilt. So beruht die Risikoangabe bei Publikumsfonds alleine auf Schwankungen der jeweils letzten fünf Jahre (Stichworte SRRI oder KIID oder KID-Risikoklassen). In Marktphasen mit geringen Volatilitäten weisen deshalb oft auch Fonds mit hohen Verlustrisiken relativ niedrige schwankungsbasierte Risikoklassen auf. Wir haben das für unsere Portfolios ausgerechnet. Aktienportfolios mit Verlustrisiken von ca. 50% in Aktienjahren wie 2008 haben aktuell Risikoklassen von 5 auf einer Skala von 1 bis 7. Aktien/Cash Portfolios mit Verlustrisiken von etwa 25% weisen aktuell Risikoklassen von 4 auf, die als relativ risikoarm gelten (siehe "Portfolio-Risiken" auf www.diversifikator.com).

Risikobeurteilungen von Portfolios auf Basis von tolerierbaren Verlusten halten wir für viel aussagekräftiger. Ganz unwissenschaftlich haben wir daher eine „Übersetzungstabelle“ entwickelt. Danach müssen Anleger bis zu einem Anlagehorizont von drei Jahren Portfolios mit der höchsten Risikoklasse tolerieren können, denn bei Anlagehorizonten von ein bis drei Jahren können sowohl reine Aktienanlagen aber auch 50/50 Mischungen von Aktien/Cash Schwankungen der Risikoklasse 7 aufweisen. Wenn man Portfolios mit geringeren Schwankungen bzw. Risikoklassen haben möchte, kann man die jeweiligen Portfolios mit noch mehr als 50% „Cash“ kombinieren. So weist der Renditeteil des Anlegers zwar weiter eine offizielle schwankungsbasierte Risikoklasse von 7 auf, hat aber z.B. nur noch 25% Anteil am Anlagevolumen, da 75% in „Cash“ angelegt werden.

Mit diesen einfachen Tools erhalten Interessenten die volle Transparenz darüber, wie ihre Risikotoleranz klassifiziert wird. Zusätzlich erhalten sie Transparenz über die Bestimmung der Risikoklassen von Anlageportfolios. Und das Ganze kann ohne Angabe persönlicher Daten vorgenommen werden, da Diversifikator einem „No Data“ Datenschutz-Ansatz verfolgt.

Hinzu kommt, dass die Anlageportfolios „most-passive“ nach einfachen Regeln, ohne Optimierungen und ohne klassische Algorithmen aber dafür mit detaillierten Dokumentationen erstellt werden und daher einfach nachzuvollziehen sind. Das gilt zwar auch für viele ETFs aber nur selten auch für Multi-Asset Portfolios aus ETFs. Ausserdem gibt es gerade im Bereich der nachhaltigen Anlagen bisher noch wenige derart transparente und einfach nachvollziehbare Anlageprodukte, die durch den "most-passive" Ansatz zudem auch sehr kostengünstig umgesetzt werden können.

Zusätzlich wird Anlegern eine ebenfalls transparente kriterienbasierte Portfolioselektion ermöglicht (siehe "Portfoliowahl" auf www.diversifikator.com.

Deutscher Robo-Vergleich: Investmentphilosophien und viele weitere Unterschiede (7-2016)

Inzwischen gibt es über ein Dutzend mehr oder weniger bekannte Robo-Advisors in Deutschland. Unter Robo-Advisors verstehe ich dabei Unternehmen, die online unter eigenem Namen (d.h. B-C, nicht B-B) anlegerabhängige (d.h. meist für unterschiedliche Risikoneigungen) diversifizierte Portfolios (d.h. kein Crowdfunding) für mittel- bis langfristig orientierte (d.h. keine Trading-, Handels oder Sparplattformen) Privatpersonen anbieten.

Bisherige deutsche Vergleiche solcher Plattformen nutzen vor allem die folgenden Kriterien:

- Nötige Mindestanlagen und Ziel-Anlegersegmente
- Sparplanfähigkeit
- Gebühren
- Bisherige Performance
- Regulierungsstatus

Internationale Vergleiche[183] nutzen weitere Kriterien wie

- Größe, gemessen in Assets under Management
- (Un-)Abhängigkeit von traditionellen Finanzdienstleistern
- Universalanbieter oder Altersvorsorgespezialisten
- Internationalität
- Online only oder zusätzlich persönliches Beratungsangebot

Es ist aber besonders wichtig zu verstehen, warum die Robo-Advisors welche Anlagevorschläge machen. Daher halte ich folgende Aspekte ebenfalls für interessante Unterscheidungsmerkmale:

- Generische oder Goals-Based Risikobestimmung
- Investmentphilosophie
- Portfoliodiversifikation (Anlagesegmente, Produktanbieter, Titel)
- Sonderaspekte wie verantwortungsvolles Investieren
- Risikomanagementansätze
- Funktions- bzw. Prozessschrittumfang
- Benutzerfreundlichkeit
- Transparenz

Vereinfachend kann man Folgendes feststellen:

[183] s. z.B. Financial Technology Partners: Are Robos taking over? June 2016

1. Die Mindestanlageempfehlungen betragen von 0 bis EUR 100.000 (Liqid), meist aber nicht mehr als EUR 10.000 und liegen damit nennenswert unter den Mindestanlagevoraussetzungen von persönlichen Beratungen, die bei unabhängigen Beratern manchmal schon bei EUR 25.000 aber bei Banken oft erst ab EUR 250.000 starten. Bei Beratungskosten von 1% auf EUR 25.000 kann man aber nicht erwarten, dass man dafür mehr als 2 Stunden persönliche Beratung pro Jahr erhält. Die meisten Robo-Advisors gehen von Einmalanlagen aus, Sparpläne sind aber ebenfalls oft im Angebot[184].
2. Die Gebühren reichen von 0,15% p.a. für relativ hohe Anlagesummen bis zu 1% p.a. für geringe Anlagesummen. Dabei sind allerdings weder ETF- bzw. Fonds- noch Implementierungskosten berücksichtigt, also Depotkosten und Handelskosten, die besonders für häufige Depotumschichtungen zu nennenswerten Mehrkosten führen können. Zumindest ein Anbieter (Ginmon) verlangt zusätzlich erfolgsabhängige Gebühren, die in Zeiten guter Marktentwicklungen relativ hoch ausfallen können, und ein Anbieter (Just ETF) verfolgt ein Abonnementmodell mit volumenunabhängigen monatlichen Gebühren. Eine Bank (Comdirect) nimmt keine zusätzlichen Gebühren. Das kann sich Comdirect wahrscheinlich gut leisten, da anscheinend überwiegend hauseigene Produkte bzw. Produkte mit Provision für die Bank genutzt werden.
3. Die Performance seit Auflage der Strategien ist nicht immer transparent dargestellt. Cashboard verspricht für kleine Anlagebeträge bis EUR 10.000 und über einem Jahr Laufzeit mindestens 2% Rendite, das ist aber nach eigenen Aussagen nur als Marketingaktion gedacht und sagt nichts über die wirklich erwarten Renditen aus. Whitebox nennt Outperformanceerwartungen gegenüber nicht-Robos von mindestens 3,5% p.a., was schwer erreichbar erscheint. Die Portfolios der Robo-Advisors, die auf fixe Allokationen aus Aktien und Anleihen setzen, sollten relativ ähnlich performen. Je einfacher, regelbasierter und transparenter die Anlagestrategie ist, desto eher sollten Backtests und erste echte Anlageerfolge als Indikation für eine mögliche künftige Performance dienen können.
4. Die Anbieter unterscheiden sich nach dem Umfang ihrer Lizenzen bzw. des Regulierungsstatus. Am weitgehendsten sind die von den Banken. Whitebox und Scalable sind mit ihren Vermögensverwaltungslizenzen in der Lage, die Implementierung von Portfolios weitestgehend selbst zu übernehmen. Die meisten anderen Anbieter sind als vertraglich gebundene Vermittler organisiert sind und kooperieren dafür mehr oder weniger eng mit regulierten Partnern.
5. Etwa ein Drittel der deutschen Anbieter ist Bankabhängig und die meisten sind mit Venture Capital finanziert. Die Eigentümerstruktur der Venture Capital finanzierten Anbieter wird sich daher naturgemäß künftig ändern. Es ist zu erwarten, dass es auch nach dem Easyfolio-Verkauf an Hauck & Aufhäuser zu weiteren Verkäufen an traditionelle Anbieter kommen wird und auch zu der einen oder anderen Insolvenz.
6. Die meisten deutschen Anbieter sind sehr klein bezogen auf ihre Assets under Management. Der wohl derzeit größte Anbieter (Quirion) hat nach eigenen Aussagen Ende 2016 ca. EUR 50 Mio. Assets under Management und Scalable gut EUR 100 Mio.. Die Mitarbeiteranzahl der Robo-Advisors liegt im Maximum bei knapp unter 40 (Scalable), es finden sich aber auch Anbieter mit sehr wenigen Mitarbeitern. Bisher ist wahrscheinlich keiner der Anbieter profitabel.
7. Persönliche Beratung wird in Deutschland bisher nur von Quirion angeboten. Diversifikator verfolgt allerdings ein B-B Konzept, welches komplett auf

[184] Volumensangaben und Gebührenangaben s. www.extra-funds.de

Beraterkooperation ausgerichtet ist und andere Robo-Advisors haben angekündigt, dass sie mit Beratern kooperieren möchten.

8. Die ersten Anbieter, in diesem Fall vor allem aus Großbritannien heraus aber auch Scalable, bieten ihre Services inzwischen nicht nur in einem Land sondern international an.
9. Es werden nicht nur Einheits-Portfolios angeboten sondern meist mehrere von der individuellen Risikoneigung abhängige Portfolios. Die meisten Anbieter lassen ihre Anleger eine generelle Risikoneigung einschätzen. In den USA ist Goal-Based Investing verbreitet, wobei die Risikoneigung pro Sparziel festgelegt wird. In den USA gibt es auch online „Retirement" Spezialisten. In Deutschland könnte sich Fairr dorthin entwickeln, bisher werden allerdings nur standarisierte Anlagemöglichkeiten angeboten.
10. Alle drei Arten von Investmentphilosophien sind vertreten. Man findet bei mindestens einem Anbieter eine diskretionäre, d.h. von Investment-Spezialisten abhängige Anlagephilosophie (Liqid). Alle anderen Anbieter scheinen voll oder weitgehend personenunabhängig und regelbasiert zu arbeiten. Die Hälfte dieser Anbieter nutzt Rendite- und/oder Risikoprognosen für Anlageempfehlungen, die andere Hälfte scheint ohne Prognosen auszukommen. Damit ist die systematisch-prognosefreie Anlagephilosophie wesentlich stärker vertreten als in der traditionellen (Offline-)Anlageberatung bzw. Vermögensverwaltung.
11. Die Anbieter unterschieden sich auch in dem Grad der Diversifikation. Während alle Portfolios über mehrere hundert bzw. tausend Titel diversifiziert sind, werden nicht alle Anlagesegmente von allen Anbietern genutzt. Die Diversifikation geht von wenigen ETFs bis zu über 20 ETFs in einigen Portfolios. Ein Anbieter nutzt auch illiquide Anlagen (Liqid), ein Anbieter nutzt ganz überwiegend (Cashboard) oder teilweise (Visualvest, Comdirect) auch sogenannte aktive Fonds, vier Anbieter nutzen nur klassische Aktien- und Anleihen-ETFs. Die anderen Anbieter nutzen zum Teil auch Segmente wie Immobilienaktien/REIT-ETFs, Rohstoff-Future-ETFs oder Rohstoff-Aktien-ETFs etc., mit der größten derartigen Allokation/Diversifikation bei Diversifikator. Diversifikator ist zudem der einzige Anbieter, der keine negativ- bzw. niedrigverzinslichen Anleihen in die Portfolios aufnimmt.
12. Die meisten Robo-Advisors setzen vor allem auf eine mehr oder weniger breite Diversifikation zur Risikoreduktion. Fast alle sogenannten risikoarmen Portfolios zeichnen sich durch hohe Anleiheanteile aus (Ausnahme Diversifikator mit einem hohen Cash- statt Anleihe-Anteil), was zu guten Backtests führt aber indirekt auch bedeutet, dass man diesem Anlagesegment gute künftige risikoadjustierte Erträge erwartet. Die Portfolios werden mindestens einmal pro Jahr auf ihr Ursprungsgewicht rebalanziert. Statt einer zeitlichen Rebalanzierung nutzen einige Anbieter eine Bandbreiten-Rebalanzierung, d.h. wenn bestimmte Allokationen zu Anlagesegmenten über- oder unterschritten werden, werden die Allokation auf ihre Ausgangsgewichte zurückgeführt. Daneben gibt es dynamischere Risikomanagementkonzepte, die vor allem aus Risikoprognosen abgeleitet werden (siehe Scalable). Aktives Risikomanagement bzw. Rebalanzierungen führen zu Implementierungskosten, die besonders bei kleinen Portfolios kritisch analysiert werden sollten. In der wissenschaftlichen Literatur herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass aktives Risikomanagement für Langfristanleger zu niedrigeren Renditen führt, aber auch Risiken reduzieren kann. Es herrscht aber keine Einigkeit darüber, welche Art von Risikomanagement funktioniert bzw. besonders gut funktioniert.
13. Verantwortungsvolle Portfolios werden aktuell nur von Visualvest (mit aktiven Fonds) und Diversifikator (mit ETFs) angeboten.

14. Kernfunktionen der Robo-Advisors sind die Risikoeinschätzungen von Anlegern, die Portfolioempfehlungen, die Portfolioimplementierungen in Depots sowie das Reporting. Andere Funktionen wie Konto- bzw. Depotaggregation, Finanzplanung, Portfoliotests und -simulationen, starke Portfolioindividualisierungen und aktives Risikomanagement von Portfolios werden derzeit nur selten angeboten.
15. Die Benutzerfreundlichkeit der Robo-Angebote erscheint überwiegend recht hoch, die Transparenz unterscheidet sich jedoch relativ stark. So kann nur in wenigen Fällen einfach und überzeugend nachvollzogen werden, wieso welches Portfolio für welchen Anlegertyp empfohlen wird, z.B. in Bezug auf genutzte Anlagesegmente und Begründungen für deren Gewichtungen bzw. Nicht-Nutzung.
16. Es gibt noch eine Reihe weiterer Aspekte, welche die Robo-Advisors voneinander und von traditionellen Beratern bzw. Verwaltern unterscheiden. So stellt Scalable sein Risikomanagement heraus, Liqid die Nutzung illiquider Investments und Diversifikator seinen No- bzw. Small Data Ansatz und seine most-passive Weltmarkt, ESG-, Islamic- und Alternatives-ETF Portfolios.

Deutsche Robo-Advisors adressieren die falschen Zielkunden (9-2016)

Es gibt mehrere potentielle Zielkundengruppen von Robo-Advisors: Erstens Kunden, denen wegen ihrer geringen Anlagevolumina keine persönliche Beratung durch traditionelle Berater angeboten wird. Im Idealfall bieten Robo-Advisors diesen Kunden grundsätzlich eine individualisierte Beratung an. Manche sprechen dabei von digitaler Demokratisierung bzw. der Schließung des „Advice Gap“ durch Robo-Advisors[185].

Zweitens tendenziell etwas einkommensstärkere Zielkunden, denen zwar ein persönlicher Service durch traditionelle Berater offen seht, die aber keine persönliche Beratung haben wollen, sondern die sich lieber selbst beraten. Das sind überwiegend relativ junge Leute. Diese beiden Gruppen sind offenbar die beiden Hauptzielgruppen deutscher Robo-Advisors.

Die dritte potentielle Zielgruppe sind Bestandskunden traditioneller Berater, sei es von Bankberaten oder unabhängigen Beratern bzw. Vermögensverwaltern. Diese dritte Gruppe ist in Bezug auf ihre Anlagevolumina viel attraktiver als die erste Gruppe und wahrscheinlich auch attraktiver als die zweite Gruppe, denn Beratungskunden sind meist bereits älter und oft auch schon vermögend. Diese Beratungskunden sind zwar häufig grundsätzlich berater- bzw. bankkritisch, sie sind aber meist ziemlich zufrieden mit ihren persönlichen Beratern.

Das heißt aber nicht, dass Robo-Advisors keine Chance auf Geschäft mit vermögenden Kunden haben. Laut einer aktuellen Studie[186] sind in den USA sogar 80% der über 35jährigen immer noch fast 60% der über 55jährigen relativ erfahrenen und handelsaktiven Selbstentscheider dafür offen, Robo-Advisor Support zu nutzen. Über 40% der Befragten dieser beiden Altersgruppen bevorzugen hybride Lösungen, die persönliche Beratung mit

[185] s. Prof. Tilmes von der European Business School in Cash Online vom 15.9.2016
[186] E*TRade Financial Befragung Q 3 2016 Streetwise Report von über 900 amerikanischen Teilnehmern

Online Unterstützung kombinieren. In einem anderen aktuellen Report heißt es: „Almost all observers believe that some form of hybrid model will predominate going forward“[187].

Die bekanntesten bzw. größten US Robo-Anbieter mit hybriden Ansätzen sind Future Advisor, SigFig, Betterment Institutional, Charles Schwab und Vanguard. Robo-Advisors, die explizit darauf ausgerichtet sind mit Beratern zu kooperieren, gibt es in Deutschland aber bis auf Diversifikator meines Wissens noch nicht.

Ob traditionelle Berater Robo-Advice als eine Wachstumschance sehen, ist unklar. In den USA sind die Erfahrungen von Beratern mit Robo-Unterstützung sehr positiv[188]. In Europa sieht das noch anders aus. In Großbritannien sehen sich nach einer nicht repräsentativen Befragung sogar 90% aller Berater eher durch Robo-Advice bedroht[189].

Einige für vermögende Anleger wichtige Aufgaben können von Robo-Advisors zumindest heute aber noch nicht gut gelöst werden. Professor Tilmes von der European Business School führt z.B. auf: „komplexe und eher hochmargige Beratungsleistungen im Bereich der ganzheitlichen Finanzplanung (Financial Planning), der Vermögensnachfolgeplanung (Estate Planning), der Ruhestandsplanung, der Stiftungsplanung, des Private Real Estate Managements oder der Testamentsvollstreckung[190].

Professor Tilmes sagt auch: „Im Optimalfall können digitale Lösungen …. dazu genutzt werden, den Kunden besser und intensiver zu beraten und zu betreuen und ihn gleichzeitig …. zu einem noch aktiveren Teil der Dienstleistungserstellung werden zu lassen. Dies wäre dann das Beste aus zwei Welten und hätte gegenüber dem ein oder anderen Fintech-Angebot, bei dem der Kunde am Ende doch die Unterstützung und Hilfestellung eines Beraters vermisst, einen entscheidenden und schwer zu kopierenden Wettbewerbsvorteil voraus“[191].

Vermögensverwalter: Hohe ETF-Nutzung und viel Interesse an Robo-Beratung (4-2017)

Vermögensverwalter gelten als besonders treue Anhänger aktiver Fonds. Viele Vermögensverwalter sind selbst aktive Portfoliomanager und mit dem Vertrieb aktiver Fonds kann man ziemlich gut verdienen. Daher sind einige Ergebnisse der Studie „ETFs, Fonds, Robo-Advisory, Regulierung bei Vermögensverwaltern in Deutschland“ unseres Partners QAP Analytic Solutions (s. www.qap-analytics.com) besonders interessant:

Bereits 86% der befragten Vermögensverwalter setzen ETFs ein (S. 4). 13% der Befragten nutzen ETFs sogar für mehr als 50% des verwalteten Vermögens und weitere 27% für mehr

[187] Finextra/EPAM, „The future of advisory, exploring the impact of robo on wealth management“ vom September 2016 Einleitung und S. 27
[188] siehe Beitrag vom 24.8.2016 auf www.diversifikator.com: „Vermögensverwalter können mit „Robo-Support“ sehr stark wachsen“
[189] s. Finextra/EPAM S. 8: mit Verweis auf eine Studie von Panacea Adviser vom 15.7.2016
[190] s. Cash Online vom 15.9.2016
[191] s. Cash Online vom 15.9.2016

als 25% des Vermögens (S. 5/6). Und fast 60% aller Befragten wollen ihr ETF Allokation in den nächsten 12 Monaten erhöhen (S. 5).

Über 70% setzen ETFs wegen ihrer niedrigen direkten Kosten ein (S. 11). Was dagegen selten thematisiert wird: ETFs werden aber auch als wichtig für die Senkung der internen Kosten der Vermögensverwalter angesehen (S. 11).

Über 50% der Befragten nannten zudem bessere Asset-Allokationsmöglichkeiten (S. 7) als wichtigen Grund für den Einsatz von ETFs. Aus den Antworten wird aber nicht klar, ob ETFs aktive Fonds nur als Instrumente einer aktiven Asset Allokation ersetzen oder ob die Nutzung von ETFs zu einer insgesamt passiveren oder sogar aktiveren Asset Allokation führt. Auch Letzteres ist möglich, da Transaktionen mit ETFs schneller umgesetzt werden können als mit klassischen Fonds. So gibt es eine interessante Studie, die zeigt, dass Privatanleger offenbar so agieren („Abusing ETFs“ von Bhattacharya/ Loos/Meyer/Hackethal, July 2016).

Ich halte gutes aktives Allokations-Management für sehr schwierig. Es wird dauerhaft wohl nur wenigen Vermögensverwaltern gelingen, passive Anlagelösungen wie die von Robo-Advisors mit aktivem Assetmanagement outzuperformen (zur aktuellen Performance von Robo-Advisors siehe z.B. www.brokervergleich.de und – „in eigener Sache“ - www.diversifikator.com).

Vermögensverwalter können aber selbst zusätzlich Robo-Advisory anbieten. Schließlich sind sie an internen Kostensenkungen interessiert und sehen als größte Herausforderung auf der Vertriebsseite die Online-Erreichbarkeit von Kunden (S. 21). Dementsprechend wird eine Online Vermögensverwaltung bereits von fast der Hälfte der befragten Vermögensverwalter angeboten oder zumindest geplant (S. 21).

Ein solches Robo-Beratungs- bzw. Verwaltungsangebot kann dazu führen, Bestandskunden effizienter zu bedienen und/oder mehr Kunden zu akquirieren. Verwalter können sich so stärker auf die nur schwer zu automatisierende Finanzplanung für Anleger konzentrieren, anstatt auf das - zumindest sofern es "passiv" ist - einfach zu automatisierende Portfoliomanagement. Durch zunehmende Automatisierung kann "passives" Management daher Auftrieb erhalten. Und durch mehr und schnellere automatisierte Informationen für den Anleger kann die Beratungsqualität verbessert und gleichzeitig können Kosten reduziert werden.

Auch der Beitrag zu Sparplänen von Christian Schuster von QAP ist lesenswert („Attraktive Sparpläne für Anleger und deren Berater“, S. 34-38; dazu siehe auch http://prof-soehnholz.com/institutioneller-sparplan-leiden-des-fondsverkaeufers/).

Was manchmal übersehen wird: Auch für Family Offices sind ETFs sehr wichtig (S. 30 der QAP-Studie; siehe auch interessanter Gastbeitrag von J. Christian Stadelmann: Der Einsatz von Exchange Traded funds (ETFs) aus Single Family Office Perspektive“, S. 31-33). Das Thema Family Office und Robo-Advice wird in der Studie jedoch nicht adressiert (dazu siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/robo-advisor-fuer-family-offices/).

Wie Robo-Advisors und Banken kooperieren können (Hybrid-Modelle)(April-2016)

Reine Online- aber auch reine Offline-Modelle werden es in Deutschland schwer haben

Fintech und Robo-Advisors sind modern. Man muss kein Prophet sein um vorherzusagen, dass die Online-Nutzung auch für Geldanlagen zunehmen wird. Das weitestgehende Online-Modell ist das sogenannte Robo-Investing. Dabei ist alles automatisiert und „Offline" Beratung findet nicht mehr statt. Ob sich das reine Online-Modell durchsetzen wird, ist aber fraglich.

Um zu verstehen, was funktioniert und was nicht funktioniert, analysiert man üblicherweise die Entwicklung in den USA. Die inzwischen bei Profis auch in Deutschland bekannten unabhängigen „Robo-Advisor" Wealthfront und Betterment können noch nicht profitabel sein. Sie haben jeweils über 100 Mitarbeiter und geben viel Geld für die Kundenakquise aus. Das bedeutet wesentlich höhere Kosten, als sie aus ihren inzwischen ca. 5 Milliarden verwalteten Kapitalanlagen an Gebühren einnehmen[192]. Selbst in den sehr online-affinen USA gehen Experten davon aus, dass die meisten Anleger auch künftig den Rat von professionellen Beratern suchen werden. Das soll insbesondere für finanziell attraktive Anleger mit größeren Anlagesummen gelten. So wird schon von Robo-Shakeout bzw. „Robo death" in Bezug auf die reinen Online-Anbieter gesprochen.

Anleger mit kleinen Anlagebeträgen („Kleinanleger") können oder wollen dagegen die Gebühren für professionelle offline Beratungen nicht tragen. In Großbritannien hat das auch die Finanzaufsicht (Financial Conduct Authority) erkannt und empfiehlt die Nutzung von Robo-Advice für Kleinanleger. Aber auch Kleinanleger haben Fragen zu Geldanlagen und zwar vor allem dann, wenn die Märkte nicht so gut laufen. Für solche Anleger bietet es sich an, mit einem Social Media-Ansatz auf den Austausch mit anderen Anlegern zu setzen. Das kann weitestgehend automatisiert werden, sollte aber auch moderiert werden.

Social Media „Beratung" statt Beratung durch Profis kann für Trading-Ideen auch in Deutschland wohl ganz gut funktionieren, wie das Beispiel von Wikifolio zeigt. Für die seriöse mittel- bis langfristige Geldanlage breiter Bevölkerungsschichten kenne ich aber noch kein erfolgsversprechendes Modell, welches dauerhaft – und vor allem in Krisenzeiten – ohne professionelle Berater auskommt. Hinzu kommt, dass ein Robo-Advice Angebot für Retailanleger diese Retailanleger erst einmal erreichen muss. Dazu sind erhebliche Marketingaufwendungen erforderlich. Am ehesten erwarte ich, dass Banken mit einem großem bestehenden Retailgeschäft ihren Kleinanlegern Robo-Advice schmackhaft machen wollen, um Kosten zu senken, ohne die Kunden ganz zu verlieren.

Der Gegenpol zu vollautomatisiertem Robo-Advice sind Kunden und Berater, die gar keine Online-Unterstützung nutzen. Das halte ich für ein Auslaufmodell. Für die attraktiveren vermögenderen und damit auch komplexeren Anleger wird wohl weiterhin eine persönliche Beratung erforderlich sein. Doch auch diese Anleger sind inzwischen in fast allen

[192] Unter www.credio.com findet man detaillierte Informationen zu 20 Automated Investment Advisors

Altersgruppen sehr online-affin. Sie möchten sich online informieren und Transaktionen möglichst einfach zu beliebigen Zeiten ausführen. Reine Offline-Angebote dürften für die meisten dieser Anleger dauerhaft nicht ausreichend sein.

Große deutsche Anbieter haben schon reagiert. So hat die Deutsche Bank Maxblue und ihren Anlagefinder, die Commerzbank ist mit Comdirect aktiv und die Union-Investment mit Visualvest. Die Sparkassen scheinen mit 1822 direkt und dem S-Broker noch etwas hinterher zu hinken, doch die zur Bayerischen Landesbank gehörende DKB ist online ziemlich aktiv. Allerdings sind das eher parallel zu den Offline-Angeboten geführte Einheiten und nicht-börsennotierte Privatbanken haben sich bis auf wenige Ausnahmen wie Quirin oder die Sutor-Bank aber noch kaum dazu geäußert, wie sie mit dem Thema umgehen wollen.

Die Zukunft gehört hybriden Modellen

Sogenannte hybride Modelle, die Online und Offline kombinieren indem denselben Kunden beide Zugangswege angeboten werden, sind wohl am erfolgversprechendsten. Hybride Modelle umfassen damit den online und beraterbezogenen „Bi-Channel“ Zugang zu identischen Angeboten. In den USA gibt es gute Beispiele dafür, z.B. Betterment Institutional und neuerdings vor allem Vanguard Personal Advisor Services und Schwab Intelligent Portfolios.

Die Angebote von Betterment Institutional, Jemstep und Future Advisor werden auch als B-B (Business to Business) Modelle bezeichnet, da die online Beraterunterunterstützung bei ihnen im Vordergrund steht. So wirbt Schwab mit „Schwab investment professionals available 24/7“ für seinen Service. Bei Betterment heißt es: „Betterment Institutional is an advisor-branded digital investment technology that automates the operational side of your business and lets you do what you do best – advise clients.“ Vanguard schreibt: „We’ve reinvented financial advice to help you earn more and pay less by combining the personal attention of an advisor with powerful technology.“ Bei Future Advisor heißt es „Our licensed advisors and service specialists are ready to help you understand what’s going on in your portfolio“ und Jemstep wirbt so: „Jemstep is transforming the way advisors run their businesses through an automated client engagement, onboarding and service platform.“[193].

Ein deutsches Beispiel für ein solche Angebot mit Online-Basis und Beratungsunterstützung ist die Quirin Bank mit Quirion: Gegen Bezahlung wird eine zusätzliche telefonische Beratung angeboten. Und mehrere sogenannte Maklerpools bzw. Haftungsdächer bezeichnen sich inzwischen sogar selbst schon als Fintechs und werden auch in Bezug auf die Automatisierung von Geldanlage-Angeboten aktiver. Diese Services werden angeschlossenen freien Beratern und Vermögensverwaltern angeboten. Inwieweit sie schon angenommen werden, ist mir nicht bekannt. Es gibt aber erste öffentliche Bekenntnisse unabhängiger traditioneller Anbieter zu Robo-Advice. So hat die Vermögensverwaltung KSW Anfang April bekannt gegeben, dass sie mit einem Robo-Advisor kooperieren wird.

Aber von deutschen Banken, Versicherungen oder Assetmanagern, die über eigene Vertriebe oder den Zugang zu großen Fremdvertrieben verfügen, hört man noch nicht viel in Bezug auf

[193] alles Zitate der jeweiligen Webseiten vom 15.4.2016

die Automatisierung von Geldanlagen, z.B. das Angebot einer Robo-Unterstützung für fondsgebundene Lebensversicherungen.

Nicht alle Prozessschritte sind gut automatisierter

Die Frage ist nicht ob, sondern wie Online- und Offline-Angebote am besten kombiniert werden und für wen das in Deutschland besonders interessant sein wird.

Um diese Frage zu beantworten, analysiert man am besten die wesentlichen Anlageprozessschritte:

- Generelle Informationsphase/Anbietervergleich
- Analyse der persönlichen finanziellen Lage und der Anlagebedürfnisse
- Bestimmung der individuellen Risikotragfähigkeit
- Selektion von Portfolios unter Berücksichtigung von bestehenden Anlagen
- Depotbankselektion und Umsetzung im Depot
- Monitoring: Abgleich der Anlagen mit den Anlagezielen und der Risikobereitschaft und
- Umschichtungen

Schritt 1: Anleger informieren sich künftig zunächst online ohne Berater
Schritt 2: Die persönliche finanzielle Lage und die Anlagebedürfnisse werden vom Anleger zunächst online ohne Berater aber dann im Abgleich mit Beratern ggf. unter Berücksichtigung von versicherungs-, steuerlichen und Familien- bzw. Erbschaftsthemen vorgenommen: Dieser Schritt ist nur unzureichend automatisierbar
Schritt 3: Die Bestimmung der individuellen Risikotragfähigkeit erfolgt ebenfalls zunächst online ohne Berater, sollte dann aber im Gespräch mit einem Berater überprüft werden, weil eine gute Einschätzung schwierig ist.
Schritt 4: Die Portfolioselektion selbst kann ebenfalls gut online erfolgen, aber für die Berücksichtigung bestehender Anlagen und zur Rückversicherung, welche Vor- und Nachteile die gewählten Portfolios haben, werden Berater genutzt.
Schritt 5: Die Depotbankselektion und inzwischen auch die Depoteröffnung können online erfolgen. Zumindest bei großen und komplexen Vermögen werden sie aber vorzugsweise delegiert und durch Berater durchgeführt.
Schritt 6: Die Berichterstattung erfolgt online aber die individuelle Analyse vorzugsweise in Diskussion mit Beratern.

Interessenten für Geldanlage werden sich zunächst überwiegend online informieren und zumindest bei relativ einfachen Anlagen auch überwiegend online implementieren. Da Geldanlagen sehr komplex sein können, wollen sie aber eine Diskussion über bzw. eine Bestätigung ihrer Anlageideen und am liebsten auch Hilfe bei der Umsetzung der Ideen haben. Diese Hilfe können sie von anderen Anlegern („Peers“) erhalten. Sie wollen Hilfe aber wohl am ehesten von Profis bekommen, also erfahrenen Beratern, zumindest solange die Beratung „bezahlbar“ ist. Profis können Bankberater oder auch andere Berater sein.

Es kann aber sein, dass diese Beratung künftig anders organisiert sein wird als heute. McKinsey geht in einer Studie davon aus, dass eine solche Beratung in großem Stil über Call-

Center erfolgen wird[194]. Aber ich bin skeptisch, ob die Telefonberatung durch „Unbekannte“ in Deutschland gut funktionieren wird. Dazu muss das entsprechende Call-Center schon außerordentlich gut sein. In Deutschland wird daher künftig die online-unterstützte Beratung durch traditionelle Berater vorherrschend sein.

Wie kann ein hybrides Modell profitabel umgesetzt werden?

In den oben genannten hybriden Beispielen aus den USA sind keine klassischen Banken vertreten: Betterment ist ein Robo-Advisor mit sehr hoher Venture Capital Finanzierung, so etwas gibt es hierzulande nicht. Vanguard ist ein riesiger Asset-Manager mit sehr niedrigen Gebühren und auch Blackrock und Invesco sind sehr große Fondsmanagementgesellschaften. Charles Schwab ist ebenfalls ein sehr großer Finanzdienstleister mit umfassenden eigenen Produktangeboten und auch kein Unternehmen, was gut als direktes Vorbild für deutsche Banken oder Beraterorganisationen dienen kann.

In den USA scheinen Vanguard und Charles Schwab mit ihren hybriden Ansätzen besonders erfolgreich zu sein, zumindest wenn man die bisher schon gemanagten Vermögen über Intelligent Portfolios bzw. Personal Advisor Services als Indikator für Erfolg ansieht. Die Anlagevolumina scheinen aber vor allem von Bestandskunden dieser beiden Anbieter zu kommen und führen damit zunächst zu Margenreduktionen, da die neuen Services günstiger angeboten werden als die alten. Ob die zusätzlichen Anlagevermögen, die von beiden Anbietern in kurzer Zeit mit erheblichem Marketingaufwand akquiriert wurden, schon profitabel sind, ist fraglich. Aber bei US Marktbeobachtern besteht Einigkeit darüber, dass diese beiden Anbieter mit ihren hybriden Angebotsmodellen sehr erfolgreich sein werden.

Blackrock und Invesco, die weiteren oben genannten US Beispiele, werden vermutlich – ebenso wie Vanguard und Schwab – vor allem eigene Portfolios online anbieten und so durch ihren großen Marktzugang schnell profitabel werden können.

Konzeptionell gibt es mehrere Möglichkeiten, sein Geschäft auszubauen: Mehr Geschäft mit Bestandskunden, z.B. über neue (online) Vertriebswege, Services oder Produkte oder mehr Geschäft mit Neukunden durch Vermarktung bestehender oder neuer Produkte bzw. Services auf bestehenden oder über neue Vertriebswege.

Online-Angebote sollten vor allem auf neue Produkte für Bestandskunden setzen

Nach einer bekannten Marketingregel ist es effizienter, das Geschäft mit Bestandskunden auszubauen, anstatt Neukunden zu akquirieren. Bestandskunden bestehende Produkte online anzubieten führt direkt zu Margenverlusten, da Online-Angebote günstiger sein werden als Offline-Angebote. Das erfolgreichste Modell könnte also darin bestehen, Bestandskunden weitere bzw. neue Produkte und zusätzliche vom Kunden zu bezahlenden Services anzubieten. Ein Risiko besteht allerdings darin, dass man mit den neuen Produkten bzw. Services bestehende eigene Offline-Angebote verdrängt (sogenannte Kannibalisierung). Das

[194] McKinsey: The Virtual Financial Advisor: Delivering Personalized Advice in the Digital Age, June 2015

Risiko, Kunden ohne attraktive Online-Angebote bzw. zusätzliche Online-Unterstützung ganz zu verlieren scheint aber höher zu sein als das Kannibalisierungsrisiko.

Neuen Kunden neue Produkte anzubieten ist attraktiv, wenn der Marketingaufwand durch zusätzliche Erträge kompensiert wird. Wenn man gute neue Produkte hat, eine gute online Unterstützung anbietet und zusätzlich über Berater und einen guten Ruf verfügt, kann das finanziell sehr attraktiv werden. Diese Voraussetzungen dürften aber nur selten alle zusammenkommen.

Traditionelle Privatbanken, Vermögensverwalter, Assetmanager und Versicherungen haben ein besonderes „Problem“ mit Online-Angeboten: Sie setzen offline bisher vor allem auf provisionsträchtige und damit teure „aktiv“ gemanagte Fonds und vergleichbare Produkte. Fast alle erfolgreichen Online-Angebote verlangen jedoch vom Kunden direkt bezahlte Service-Gebühren und setzen ganz überwiegend passive und vertriebsprovisionslose ETFs ein. Traditionelle Anbieter haben damit oft gar keine Produkte im Angebot, die sie gut online anbieten können und/oder kein Preismodell, das zu Online-Angeboten passt und sie müssen daher online auf neue Produktangebote setzen.

Um dem Vorbild von Robo-Advisors zu folgen, müssten online zudem mehrere Tools angeboten werden, nämlich

- Tools für die generelle Informationsphase bzw. den Anbietervergleich. Letzteres dürfte für traditionelle Anbieter nicht in Frage kommen, denn man möchte Anleger ja nicht auf Wettbewerber hinweisen.
- Tools zur Analyse der persönlichen finanziellen Lage und der Anlagebedürfnisse: Solche Tools sind bei vielen Anbietern schon vorhanden oder können zugekauft werden.
- Das unter 2) gesagt gilt auch für Tools zur Bestimmung der individuellen Risikotragfähigkeit
- Schwierig wird es bei der Selektion von Portfolios unter Berücksichtigung von bestehenden Anlagen. Robo-Advice beruht darauf, dass Portfolios abhängig von klaren transparenten Regeln zusammengestellt werden. Traditionelle Anbieter setzen bei der Asset-Allokation dagegen vor allem auf Meinungen von Analysten bzw. Managern oder intransparente quantitative Modelle. Und bestehende Produktangebote von traditionellen Anbietern lassen sich oft kaum in ein für Anleger überzeugendes Regelwerk einbauen. Mit Ausnahme von Anbietern eines breiten ETF-Spektrums sind für andere Robo-Konkurrenz-Angebote voraussichtlich neue Produktangebote nötig.
- Depotselektion und Umsetzung im Depot: Banken arbeiten gerne mit eigenen Depots und andere Berater haben meist präferierten Bankpartner. Diese werden regelbasiert nicht immer die besten sein. Allerdings kann man sich bei diesem Schritt so behelfen, dass für die aus Schritt 4 resultierenden Portfolios besonders attraktiv in den präferierten Depots umgesetzt werden oder ein besonders gutes Monitoring dieser Portfolios angeboten wird und Anleger so beim vom Anbieter präferierten Depot bleiben. Um das Monitoring von Portfolios gut separieren zu können, kann es erforderlich sein, dass die Möglichkeit zur Unterdepotführung besteht.
- Monitoring-Tools zum Abgleich der Anlagen mit den Anlagezielen und der Risikobereitschaft und Umschichtungs-Tools: Die Überwachung bzw. Begleitung sollte

bei der Bank bzw. dem Berater verbleiben um immer wieder Anknüpfungspunkte mit dem Anleger zu haben.

Kooperationen mit einem flexiblen Robo-Berater sind für die meisten Anbieter am erfolgversprechendsten

Als nächstes stellt sich die Frage nach Kooperationen oder eigenständigen Entwicklungen neuer Produkte und Tools: Kann bzw. soll man sich mit einem existierenden Robo-Advisor kooperieren oder einen eigenen Robo-Advisor entwickeln bzw. kaufen?

In den USA gibt es Beispiele für Käufe von (B-B) Robo-Advisors wie Future Advisor durch Blackrock, Jemstep durch Invesco und Learnvest[195] durch Northwestern Mutual.

Schon jetzt oder in naher Zukunft werden wahrscheinlich einige deutsche Robo-Berater (allerdings nur B-C Ansätze verfügbar) relativ günstig zu kaufen sein, weil sie feststellen müssen, dass ihnen die Kundenakquise nicht erfolgreich gelingen wird.

Eine Alternative zum Kauf ist eine Eigenentwicklung. Bei der Eigenentwicklung muss man nicht alles selbst programmieren – gute Programmierer sind ja schwierig zu bekommen – sondern kann inzwischen sogar einzelne Robo-Module am Markt einkaufen. Das geht sogar so weit, dass es schon White-Label Anbieter von Robo-Beratern gibt. Das bedeutet, dass z.B. eine Bank eine Robo-Plattform kopieren kann und die Services dann unter ihrem Namen anbieten kann.

Beim Kauf aber noch mehr bei einer Kooperation ist es wichtig, dass man einen Robo-Advisor (bzw. Robo-Module) findet, der zu einem passt. Nach einem Kauf kann man einen Robo-Advisor zumindest verändern, das ist ein einer Kooperation schwierig. „Passend“ kann der Fall sein, wenn der Robo-Advisor die gleiche Anlagephilosophie hat wie der etablierte Anbieter. Das ist aber unwahrscheinlich, weil Robo-Advisor meist vollkommen regelbasiert arbeiten, was für die meisten Vermögensverwaltungen, die ja sehr oft die Rolle von einzelnen Personen und Teams betonen, nicht gilt. Man kann aber auch eine andere Anlagephilosophie online und zusätzlich zu den Bestandsportfolios anbieten und so auch das Kannibalisierungsrisiko senken.

Beim Kooperationsmodell treten unter anderem folgende Probleme bzw. Fragen auf:

1) Ist der Anlage- bzw. Risikomanagementprozess des Robo-Advisors kompatibel mit der eigenen Philosophie? Die meisten Robo-Advisor bieten einfache Markowitz-Optimierungen an und setzten diese mit günstigen ETFs um. Die Optimierungen basieren auf Prognosen, die nicht unbedingt mit den Prognosen der etablierten Anbieter übereinstimmen. Und wie verteidigt man seine bisherigen meist aktiven oder komplexen quantitativen Modelle gegen Abflüsse zum Robo-Advisor, der zumindest billiger ist als die hauseigenen Produkte?

[195] „A dedicated financial planner, available to you 24/7 via email“, Webseite vom 16.4.2016

2) Will man, dass die beim Robo verwalteten Gelder in Depots landen, über die man keine Kontrolle hat oder möchte man die Gelder lieber in den eigenen Depots verwalten?
3) Möchte man dem Robo-Advisor die Daten seiner Kunden überlassen und falls ja, wie stellt man sicher, dass diese Kunden nicht für andere Zwecke von dem Robo-Advisor angesprochen werden?
4) Bezüglich White-Labeling Ansätzen: Braucht man alle vom Robo-Advisor angebotenen Tools- bzw. Module? Finanzanalyse und Finanzplanung oder Risikobestimmungstools gibt es bei vielen etablierten Anbietern schon und etliche dieser Tools sind besser in der Berücksichtigung kundenindividueller Aspekte als die meist einfachen Robo-Tools.
5) Wie kann man mit einem Kooperations-Modell Geld verdienen? Typischerweise verlangen Robo-Advisor relativ geringe Gebühren. Dafür bieten sie auch allenfalls sehr stark standardisierte Online-Portfolios an. Als „Offline"-Berater kann man versuchen, von seinen Kunden eine Betreuungsgebühr zu verlangen, wenn man sie bei der Nutzung des Robo-Beraters unterstützt. Wenn der Kunde aber weiß, dass er die gleichen Produkte beim Robo-Berater ohne diese zusätzliche Betreuungsgebühr kaufen kann, könnte das aus Beratersicht kritisch sein.

Berater werden sich stärker auf Finanzplanung und Monitoring konzentrieren

Auch in Deutschland werden es traditionelle Berater und Vermögensverwalter schwer haben, die Performance von Robo-Advisor-Angeboten zu schlagen, denn die Robo-Advisor nutzen überwiegend kostengünstige ETFs und verlangen relativ niedrige Beratungsgebühren. Und bekanntermaßen sind günstige Gebühren eine gute Voraussetzung, um bei Renditevergleichen gut abzuschneiden. Nachteilig bei der Vermarktung ist aber der kurze Track Record von Robo-Advisors. Durch die Nutzung passiver etablierter ETFs und durch teils einfache Asset Allovationen sowie komplette und transparente Regelbasierung kann dieser Nachteil aber teilweise kompensiert werden.

Von zahlreichen Investment Beratern (RIA bzw. regulated investment advisors) in den USA wird aufgrund von zunehmender Konkurrenz durch Online-Angebote erwartet, dass sie sich auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren, insbesondere die Finanzplanung, und sich aus dem Portfoliomanagement zurückziehen. In der Pressemitteilung des deutschen Vermögensverwalters KSW, der im April 2016 eine Kooperation mit einem Robo-Advisor angekündigt hat, liest man Folgendes: „Wir verstehen uns als Finanzplaner, der dem Kunden hilft seine Anlageziele zu verwirklichen. Wenn wir dies mit der von uns angebotenen Vermögensverwaltung nicht allein abdecken können, öffnen wir uns im Interesse des Kunden neuen Angeboten. Wir sehen die automatisierte Portfolioverwaltung daher nicht als Konkurrenz, sondern als Ergänzung zu unserem Dienstleistungsangebot".[196]

Die Finanzplanung ist der persönlichste, komplexeste und daher der am schwierigsten automatisierbare Teil des Prozesses. Es ist daher nachvollziehbar, wenn sich auch deutsche traditionelle „Offline"-Berater künftig auf diesen Teil des Prozesses konzentrieren werden und andere Teile des Prozesses aus Effizienzgründen automatisiert oder sogar ausgelagert werden.

Servicegebühren statt Provisionen oder Stundensätze

[196] Udo Schindler von KSW in der Presseerklärung vom 11.4.2016

Die Frage ist, wie und wie viel Geld so noch verdient werden kann. Provisionen von Produktanbietern werden künftig in Deutschland zwar nicht so schnell verboten, Kunden werden diese aber zunehmend kritisch sehen. Beratungsstunden wollen diese Kunden aber auch nicht gerne direkt bezahlen. Der Endkunde wird künftig daher am ehesten bereit sein, eine laufende Servicegebühr direkt an den Vermögensverwalter zu zahlen. Aber ob er aber reinen Finanzplanern eine volumensabhängige Gebühr zahlen wird, bleibt abzuwarten. Eine solche Gebühr wird für eine Berater/Robo-Kombination eher durchsetzbar sein. Auch das spricht für Kooperationen und hybride Angebote.

Kunden mit geringen Anlagevolumina können so aber auch so nicht sofort profitabel bedient werden. Bei diesen typischerweise wenig komplexen Kunden wird man versuchen, auch die Finanzplanungsfunktion online mit anzubieten. Für die Betreuung „kleiner“ Anleger bietet sich auch das von McKinsey propagierte Modell der Call-Center Unterstützung an. Call-Center können aber auch für die Betreuung von größeren Kunden genutzt werden, um zeitliche Beratungslücken der Offline-Berater abzudecken, z.B. Wochenenden, nächtliche Zeiten oder Urlaubszeiten.

Es ist zu erwarten, dass vor allem Banken und Vermögensverwalter ohne große Filialnetze offen für Kooperationen sein werden. Banken mit großen Filialnetzen werden wahrscheinlich eher auf eigene Robo-Angebote setzen. Asset Manager und Versicherungen, die ihre Vertriebe ebenfalls online bei dem Verkauf von Anlageprodukten unterstützen könnten, scheinen derzeit noch wenig an solchen Diskussionen interessiert zu sein.

DER ERSTE DEUTSCHE B-B ROBO-ADVISOR (3-2016)

Diversifikator bietet online unterstützte ETF-Portfolios (B-B) und White- oder Private Label Robo-Advisor-Module an. Zielgruppe sind Vermögens- und Anlageberater bzw. Verwalter in und außerhalb von Banken.

Auf www.diversifikator.com sollen Anleger und Berater die gleichen Informationen und Analysetools wie Portfoliomanager erhalten. Dort stellt Diversifikator innovative Tools für Anleger und Berater zum “Test-It-Yourself” bereit, unter anderem einen Pseudo-Optimierer nach dem Markowitz-Prinzip. Mit einem Small-Data Ansatz wird bewusst auf Daten von Anlegern verzichtet.

Für die Nutzung der Musterportfolios zu Investmentzwecken wird eine Servicegebühr von 1% p.a. erhoben, allerdings nicht für die kostenlosen „risikofreien“ Anlagen. Der größte Teil der Gebühren geht an kooperierende Berater/Banken. Selbstbedienung ist möglich, kostet jedoch genauso viel. Defensive Portfolios sind damit trotzdem sogar inklusive offline Beratung günstiger als Angebote vieler anderer Robo-Berater. Diversifikator verlangt keine Mindestanlagesummen.

Diversifikator sieht sich als Online Portfolio Strategе. Die optimierungsfreien (robusten) Weltmarktportfolios bilden die aggregierte Allokation von allen Kapitalanlegern weltweit über alle Anlageklassen mit liquiden ETFs nach. Damit ist auch die Asset-Allokation passiv. Das Weltmarktportfolio hat einen hohen Anteil an Immobilien-, Infrastruktur-, Rohstoff- und

Private Equity-ETFs. Nur Anleihen, die eine geringere Rendite als die aktuelle Inflation haben, werden weggelassen.

Das Weltmarktportfolio mit 19 ETFs ist für große und das mit 7 ETFs für kleine Anlagesummen gedacht. Außerdem gibt es seit dem Start zu Anfang 2016 ein Portfolio mit 5 ETFs, die alle den MSCI-Kriterien für ESG-Anlagen entsprechen. ESG steht für Environment-, Social- und Governancekriterien. Das ist das am stärksten diversifizierte ESG-Portfolio am deutschen Markt. Weitere Portfolios, auch solche mit Risikosteuerung, sind geplant.

Die Anpassung der Portfolios an Risikopräferenzen von Anlegern erfolgt in der Kombination der Portfolios mit Geldmarktanlagen. Alle Portfolioregeln und Positionen werden komplett offengelegt.

Prof. Dr. Dirk Söhnholz ist alleiniger Geschäftsführer und über die Söhnholz Advisors GmbH auch alleiniger Anteilseigner der Diversifikator GmbH. Diversifikator arbeitet eng mit der QAP Analytic Solutions GmbH aus Limburg zusammen. QAP berät Diversifikator bei quantitativen Analysen, der ETF-Selektion und der Internetumsetzung. Gründer und Geschäftsführer von QAP ist Christian Schuster, der zuvor Fondsmanager bei Veritas Investment GmbH war.

Börseneinsteigertipp: Auch Anfänger können nachhaltig anlegen (9-2019)

Ein guter Börseneinsteigertipp sollte Börsenanfänger zu Börsenfans machen. Neben einer finanziellen Rendite kann man bei „nachhaltigen“ Anlagen auch eine „zweite Rendite“ für die Umwelt und Gesellschaft erreichen. Das gilt auch für Börseneinsteiger.

Hier ist mein Beitrag für die 2019er Blogparade des Finanzblog-Awards der Comdirect Bank. Das offizielle Thema der Blogparade ist „Dein Tipp zum Börsenstart – mit diesen drei Punkten gelingt der Start auf dem Parkett.“

Börseneinsteigertipp 1: Anlegen statt Spekulieren: Idealerweise mindestens 7 Jahre Anlagehorizont

Gerade Börsenanfänger müssen die Risiken von Geldanlagen kennen. Dabei hilft ein Blick in die Vergangenheit. Dafür empfehle ich die Webseite www.portfoliocharts.com (für Fortgeschrittene siehe http://prof-soehnholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/). Die Seite geht von US- bzw. Dollar-Anlagen aus. Eine vergleichbare deutsche Seite ist mir leider nicht bekannt. Aber für deutsche Anleger es gibt ein gutes kostenloses Online-Tool zur Risikoabschätzung von Professor Weber (siehe „Risikotool“ auf https://www.behavioral-finance.de).

In dem Portfoliochart „Heat Map“ (Total Stock Market) kann man sehen, dass man auch mit als riskant geltenden Aktieninvestments über längere Zeiträume nur selten Geld verliert (rote Flächen). Beispiel: Wenn man Anfang 2018 für ein Jahr Geld in den breiten Aktienmarkt

angelegt hätte, hätte man Geld verloren. Die Grafiken werden nur jährlich aktualisiert. Deshalb zeigen sie nicht, dass man diesen Verlust Anfang 2019 sehr schnell wieder aufgeholt hätte.

Ein Start Anfang 2000 wäre nicht gut gewesen

Es wäre schlecht gewesen, wenn man sein Geld kurz vor der letzten großen Aktienmarktkrise Anfang 2007 oder Anfang 2008 in den breiten Aktienmarkt angelegt hätte. Dann hätte man vier bis fünf Jahre gebraucht, um Gewinne zu erzielen. Für einen Start im Jahr 2000 wären sogar 14 Jahre nötig gewesen. Dabei hätten Anleger teilweise zwischenzeitliche Verluste von über 50% tolerieren müssen (siehe Grafiken „Annual Returns“ und „Drawdowns“).

Die meisten Kästen in der Grafik sind aber blau und zeigen Gewinne an. Mit einem Anlagezeitraum von 7 Jahren und mehr hätte man in der Vergangenheit nur bei ganz wenigen Startzeitpunkten Geld verloren. Langfristanleger brauchen also nicht unbedingt ein professionelles Risikomanagement (siehe auch http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/).

Börseneinsteigertipp 2: Breite Streuung mit „Socially Responsible“ Aktienindexfonds (ETFs)

„Finanzprognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen“, heißt es. Ich kenne niemanden, der dauerhaft gut im Prognostizieren von Finanzdaten ist. Deshalb spekuliere ich auch nicht und rate das auch Niemandem (siehe auch http://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/).

Anderseits ist auch künftig zu erwarten, dass bestimmte Zusammenhänge der Vergangenheit bestehen bleiben. So ist, unter anderem durch demografische und technische Entwicklungen, weltweit mittelfristig ein weiteres Wirtschaftswachstum zu erwarten. Das ist grundsätzlich gut für Aktienrenditen.

Wenn man erwartet, dass die Zinsen weiter sinken, kann man bei Anleihen mit Wertsteigerungen rechnen. Weil die Zinsen weltweit aber aktuell bereits ziemlich niedrig sind, lautet mein Tipp, für die langfristige Anlage nur in Aktien zu investieren.

Es ist wenig sinnvoll, sein Geld sehr konzentriert, d.h. nur in wenige Länder oder Branchen oder gar Einzeltitel anzulegen, wenn man nicht über außerordentlich gute Prognosefähigkeiten über künftige Gewinner verfügt. So kann man auf der Portfoliocharts-Webseite sehen, dass auf Länder- oder Marktsegmente konzentrierte Anlagen relativ riskant sein können (für deutsche Aktien s. https://portfoliocharts.com/portfolio/ger-tsm/, für Rohstoffe s. https://portfoliocharts.com/portfolio/com/ und für Gold s. https://portfoliocharts.com/portfolio/gld/).

Aber selbst für sehr große Anleger ist es unwirtschaftlich, alle Aktien weltweit zu kaufen.

Börseneinsteigertipp 2a: Man braucht gar nicht so viele Aktien

Wie viele Aktien man benötigt, um ähnliche Renditen wie ein Investment in den gesamten weltweiten Aktienmarkt zu erreichen, ist umstritten. Ich fühle mich mit Portfolios von 30 Aktien wohl (siehe z.B. das Portfolio Global Equities ESG auf www.diversifikator.com), Für wagemutige Anleger biete ich aber sogar ein ziemlich gut laufendes Portfolio von nur 5 regelbasiert selektierten Aktien an (Global Equities S Portfolio). Aber Börseneinsteiger sollten lieber breiter streuen.

Dafür bieten sich breit gestreute Investmentfonds an. An der Börse kann man viele Indexfonds, die Exchange Traded Fonds (ETFs) genannt werden, günstig kaufen.

Sogenannte nachhaltige Aktienanlagen unterscheiden sich in Bezug auf Renditen und Risiken kaum von traditionellen Anlagen (siehe z.B. hier). Deshalb können auch Börseneinsteiger unbesorgt einen nachhaltigen bzw. verantwortungsvollen Indexfonds nutzen.

Die meisten dieser ETFs beziehen sich auf Indizes von MSCI. Die nachhaltigsten breiten MSCI Aktienindizes sind die Socially Responsible Investment bzw. SRI Indizes (siehe z.B. https://www.onvista.de/index/MSCI-WORLD-SRI-STRD-UHD-Index-153382723) mit ca. 400 Bestandteilen (siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/ und für Fortgeschrittene: http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/) .

Börseneinsteigertipp 3: Auf günstige Umsetzung achten

Sogenannte aktiv gemanagte Fonds schlagen passive Indizes in der Regel nicht dauerhaft. Ihr Hauptverkaufsargument „bessere Rendite“ funktioniert oft allenfalls kurzfristig. Auch das Risikomanagement von aktiven Fonds hat sich in den letzten Finanzmarktkrisen meistens nicht bewährt (siehe http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/).

Fondsselektions-Profis, wie z.B. die Experten von Morningstar , achten bei der Selektion von Fonds deshalb vor allem auf niedrige Kosten (siehe z.B. hier). Indexfonds bzw. ETFs sind typischerweise viel günstiger als aktiv gemanagte Fonds. Sie haben deshalb oft höhere Renditen. **SRI ETFs** auf einen Weltaktienindex kosten je nach Anbieter ca. 0,2 bis 0,3% pro Jahr. Das ist günstig.

Anleger müssen aber auch auf die Umsetzungskosten achten. Für Privatanleger sind Depots bei sehr vielen Banken kostenlos. Meist wird inzwischen auch eine schnelle Online-Depoteröffnung ermöglicht. Dazu kommen Kosten für den ETF-Kauf bei der Depotbank und den Handel an der Börse.

Wenn man den ETF nur einmal kauft und dann für mehrere Jahre hält, fallen diese Kosten normalerweise kaum ins Gewicht.

Börseneinsteigertipp 3a: Eine Streuung über die Zeit muss nicht besser als ein Einmalinvestment sein

Anlegern wird meist geraten, den von Ihnen gewünschten Anklagebetrag nicht mit nur einer Transaktion umzusetzen. Der gewünschte Anlagebetrag sollte lieber über mehrere Tage, Wochen oder sogar Monate gestreut investiert werden. Diesen Rat gebe ich grundsätzlich auch. Grund: Mit einem Einmalinvestment erwischt man fast nie den günstigsten Einsteigsteigzeitpunkt. Darüber ärgert man sich später oft. Statistisch gesehen bedeutet ein ratierlicher Kauf bei den typischerweise steigenden Märkten aber, dass man mit „entgangenen Gewinnen“ rechnen muss.

Bei relativen kleinen Anlagebeträgen, also gerade bei „ratierlichen“ Investitionen, werden die Umsetzungskosten sehr wichtig. Selbst günstige Depotbanken verlangen meist mehr als fünf Euro für einen ETF-Kauf. Hinzu kommen die Kosten für den Handel an der Börse. Wenn man monatlich 100 Euro ansparen möchte und die Depotbank und Börse zusammen 10 Euro für den Kauf eine ETF verlangen, sind das 10% vom Anlagebetrag und damit sehr viel. Bei solchen Kosten sollte man jedes Mal mindestens 1.000 Euro investieren, um nicht zu hohe Renditeverluste zu haben.

Börseneinsteigertipp 3b: Aktionen sind besser als Billiganbieter und (noch) besser als Robo-Advisors

Allerdings gibt es oft Aktionen von Depotbanken, die kostenlose bzw. sehr günstige ETF-Trades oder sogar Sparpläne erlauben (siehe z.B. www.finanztip.de oder www.biallo.de). Inzwischen umfassen einige solcher Aktionen auch verantwortungsvolle Indexfonds. Solche Aktionen sollte man nutzen.

Wer nicht auf solche Aktionen warten möchte, kann sich die neuen Discountanbieter wie JustTrade oder Traderepublic ansehen. Bei denen fallen zwar auch Kosten an wie sogenannte Spreads zwischen Kauf- und Verkaufspreisen von ETFs, aber diese Kosten sind relativ gering.

Oder man nutzt sogenannte Robo-Advisors. Diese bieten vollautomatische Umsetzungen zu oft günstigen Preisen. Wenn man Wert auf verantwortungsvolle Investments legt, gibt es aber bisher noch keinen völlig überzeugenden Anbieter (siehe http://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/).

Zusammenfassende Empfehlung für Börseneinsteiger: Je nach Anlagevolumen sollte man einen SRI-Wekltaktien-ETF einmalig oder ratierlich im Rahmen einer kostenlosen Aktion oder bei einem Discountanbieter kaufen.

EIN "ROBO ADVISOR" MIT ESG-FOKUS UND OHNE (US) VORBILD (6-2018)

Wie sehr viele andere Finanzinnovationen kommt der erste Robo Advisor aus den USA: MyCFO wurde 1999 gegründet und hatte bis 2002 Geldanlagen im Wert von 90 Millionen US Dollar akquiriert bevor es an eine Bank verkauft wurde[197].

Nach der Finanzkrise von 2008 wurden zahlreiche weitere Robo Advisors gegründet. Betterment (gegründet 2008) ist der heute größte unabhängige Robo Advisor weltweit. Nummer zwei ist Wealthfront (gegründet 2008) und Nummer drei ist wohl Personal Capital (gegründet 2009).

Kopieren deutsche Robo Advisors solche Firmen nur oder haben sie USPs (Unique selling propositions)? Ein "USP"-Beispiel mit grundsätzlich hohem Marktpotential:

Wichtigste Vorbilder für deutsche Robos: Betterment und Wealthfront

Betterment und Wealthfront scheinen die vorherrschenden Vorbilder für deutsche Robo Advisors zu sein (s.a. „Deutsche Robo Advisors“[198]). Manchmal werde ich gefragt, ob meine Firma Diversifikator ein Vorbild hat bzw. ob Personal Capital oder „Motif“ Vorbilder für Diversifikator sind. Die Antwort ist „Nein“. Hier ist die Begründung:

Weder Anlageberater noch Investmentmanager und auch kein Vermittler

Erstens ist Diversifikator kein Robo Advisor im eigentlichen Sinn. "Robo-advisors or Robo-advisers are a class of financial adviser that provide financial advice or Investment management online with moderate to minimal human intervention. They provide digital financial advice based on mathematical rules or algorithms.“ (Wikipedia (US), Stand 6.3.2018).

Diversifikator bietet weder Anlageberatung noch Investmentmanagement und auch keine Finanzanlagevermittlung an, sondern Muster- oder Modellportfolios bzw. Indizes. Diese sind zwar alle voll regelbasiert („most passive“), es werden jedoch keine komplexen mathematischen Algorithmen genutzt (Diversifikator ist „optimierungsfrei“ und „prognosefrei“). Diversifikator verwendet nur sehr einfache und transparente Regeln für die Bestimmung der Verlusttragfähigkeit von Anlegern, Portfoliobildungen bzw. Portfolioselektionen.

Keine komplexen Algorithmen und kein traditionelles Vorbild

Die „pseudo-optimierten“ (siehe hier [199] und „Pseudo-Optimierer“ auf www.diversifikator.com) Portfolios von US Robo Advisors waren kein Vorbild für die Portfolios von Diversifikator. Daher ist auch Personal Capital kein Vorbild. Personal Capital

[197] https://www.cnet.com/news/netscape-founder-sells-start-up-mycfo/
[198] http://prof-soehnholz.com/deutscher-robo-vergleich-investmentphilosophien-und-viele-weitere-unterschiede/
[199] http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/

ist zudem auf Software und Daten fokussiert, Diversifikator dagegen ist auf Modellportfolios ausgerichtet.

Es gibt auch kein „Offline“ Vorbild, also z.B. Investmentfonds, für die Anlageportfolios von Diversifikator.

Bessere Lösungen bzw. Portfolios als Ziel, nicht Automatisierung

Vor allem aber unterscheidet sich die Motivation zur Gründung von Robo Advisors. Ich habe Diversifikator gegründet, weil ich der Ansicht war und weiterhin bin, dass dem Markt bestimmte Anlageprodukte fehlen und nicht, um den Zugang zu bestehenden Investments zu verbessern. Außerdem wollte ich die Transparenz der Kapitalanlage erhöhen. Algobasierte Robo Advisors sind aber nicht sehr transparent, weil die Restriktionen und Daten/Prognosen, die sie für ihre Algorithmen nutzen, nicht komplett transparent gemacht werden.

Bei den fehlenden Angeboten handelt es sich einerseits um kostengünstige passive Multi-Asset Portfolios und andererseits um passive verantwortungsvolle Portfolios (ESG: Environment, Social, Governance). Die Portfolios sollen für Anleger und Berater komplett transparent sein. Daher sollen alle Informationen online für alle Interessenten verfügbar ein.

Es war von Anfang an klar, dass es mehrere Portfolios für unterschiedliche Anlegerbedürfnisse geben soll und nicht das „einzig richtige“ bzw. "optimale". Mehrere Investmentfonds aufzusetzen hätte sehr viel Startkapital erfordert, daher wurde mit Online-Muster- bzw. Modellportfolios gestartet. Hinzu kommen einfache und sehr transparente „Tools“ zur „Selbstqualifikation“ von Anlegern und zur Portfolioselektion (s. Gründung[200]), die es bisher in dieser Form auch noch nicht gab.

Dabei werden Renditeportfolios mit Cashbeimischungen im Risiko reduziert, weil Anleihen nicht als risikofrei eingeschätzt werden. Auf den Cashanteil werden keine Gebühren erhoben. Auch das unterscheidet Diversifikator von anderen Robo-Advisors.

Keine automatische Umsetzung

Zum Robo Advisor fehlt technisch nur die automatische Implementierung der Portfolios inklusive dem Rebalancing. Die Musterportfolios sind alle „most passive“ und werden nur einmal pro Jahr rebalanziert. Unsere Analysen zeigen, dass - zumindest für die Multi-ETF Portfolios - auf das Rebalancing ohne große Nachteile sogar komplett verzichtet werden kann. Eine automatische Implementierung ist für Diversifikator also nicht so wichtig wie für typische Robo Advisors.

Der wichtigste Grund, keinen voll automatischen Robo Advisor anzubieten, ist der „No Data“ Ansatz von Diversifikator. Ich halte Datenschutz für extrem wichtig und der beste Datenschutz ist es, keine Daten von Interessenten bzw. Anlegern zu erheben. Ohne die Erhebung von Daten vom Anleger kann jedoch keine automatische Implementierung der Portfolios angeboten werden.

[200] http://prof-soehnholz.com/diversifikator-neuer-b-b-semi-robo/

Die ideale Geldanlage muss auf die individuellen Bedürfnisse der Anleger ausgerichtet sein. Unterschiedliche Einkommen, Vermögen, Verpflichtungen, Ziele, Steuersituationen, Arbeits- und Gesundheitsrisiken, Erbschaftspläne etc. machen eine gute Automatisierung aber sehr schwierig.

Hybrides bzw. B2B Konzept

Der Nachteil fehlender Automatisierung wird durch das B2B (Business to Business) Konzept, also die explizit gesuchte Zusammenarbeit mit Beratern bzw. Vermögensverwaltern, jedoch gemildert, denn diese können Anleger bei der Finanzplanung und Umsetzung der Portfolios unterstützen bzw. übernehmen die Umsetzung komplett.

Auch für das Hybrid-Konzept (im engeren Sinn eine Kombination on Online-Services mit persönlicher Beratung aus einer Hand, s.a. Hybridmodelle[201] und Kooperationen[202]) gab es bei der Vorbereitung des Starts von Diversifikator noch kein erfolgreiches US Vorbild. Inzwischen zeigt sich, dass die erfolgreichsten US Robos, nämlich die von Vanguard und Schwab aber seit einiger Zeit auch Betterment, einen Hybrid- bzw. B2B-Ansatz verfolgen (Charles Schwab startete die Intelligent Portfolios im März 2015 und der Vanguard Personal Advisor Service wurde im Mai 2015 für Anleger geöffnet).

Am ehesten Ähnlichkeit mit Motif Investing

Das 2010 gegründete Motif Investing (www.motifinvesting.com) ist Diversifikator inhaltlich inzwischen relativ ähnlich. So spielen bei Motif seit Kurzem ESG Aspekte eine große Rolle und es werden auch einzelne Aktien genutzt. Der Anleger hat eine Auswahl aus verschiedenen Themen und kann auch eigene Portfolios bilden.

Während bei Motif aber vorselektierte (Mode-)Themen die größte Rolle spielt, liegt bei Diversifikator der Fokus auf optimierungsfreien Portfolios und ESG Aspekten. Die Standardportfolios von Motif werden auf Basis von Prognosen und Optimierungen gebildet und als besonders chancenreich angepriesen. Anleger wollen mit diesen Portfolios in erster Linie besonders attraktive Renditen generieren. Das ist jedoch schwierig, wie die Renditen von früheren Modeinvestments wie BRIC (Brasilien, Indien, China, Russland) etc. zeigen.

Kein Outperformanceziel

Die Portfolios von Diversifikator sind jedoch nicht entwickelt worden, um besonders hohe Renditen zu generieren, sondern sie sollen bestimmte Risiken vermeiden. So werden Anlegern bei Einzelaktienportfolios nur solche Portfolios angeboten, die Aktien ohne ESG Ratings und die mit den schlechtesten Ratings grundsätzlich ausschließen, unabhängig davon, ob sie aus „Themensicht“ attraktiv sein könnten. Ziel ist es, mit verantwortungsvollen Geldanlagen eine ähnliche Performance zu erreichen wie mit traditionellen Geldanlagen.

[201] http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/
[202] http://prof-soehnholz.com/kooperation-von-banken-und-beratern-mit-robo-advisors/

Dazu wird aktuell ein breites Angebot weiterer verantwortungsvoller Geldanlagen vorbereitet. Künftig können zahlreiche ESG Branchen- und Länderportfolios von Anlegern genutzt werden, um traditionelle („nicht ESG“) Anlagen zu ersetzen. Daher werden auch grundsätzlich alle Länder und Branchen als Portfolios angeboten und nicht nur angeblich besonders interessante „Investmentmotive“. Zusätzlich können individuelle Ausschlüsse vom Anleger vorgenommen werden.

Etliche wirklich neue Portfolios

Insgesamt ist Diversifikator daher eher Innovator als Imitator. Meines Wissens sind z.B. die folgenden Portfolios weltweit die ersten ihrer Art:

Alle Weltmarktportfolios („most passive“ Asset Allokation) aber auch die folgenden

- ETF ESG-Portfolio
- Islamic ETF-Portfolio
- Alternatives ETF-Portfolio
- Equity Income (DW) ETF-Portfolio (aus nicht kapitalgewichteten ETFs)
- Infrastructure ESG Portfolio („Pure ESG“ Ansatz)
- Real Estate ESG Portfolio („Pure ESG“ Ansatz)

Einige der neuen Länder und Branchen ESG-Portfolios (noch nicht für Privatanleger verfügbar)

Laut aktuellem Morningstar Research gibt es sehr viel Marktpotential für passive ESG Portfolios[203].

Robo Advisors: Lieber mehr Transparenz als mehr Regulierung (5-2018)

Öko-Test kritisiert in der Ausgabe von März neben teilweise hohen Kosten auch mangelnde Transparenz bei einigen Robo Advisors. Das ist erstaunlich, denn Robo Advisors werben üblicherweise mit niedrigen Kosten und einer hohen Transparenz. Transparenz bedeutet in dem Fall, dass Interessenten und Kunden einfach alle für ihre Investmententscheidungen nötigen Informationen finden und diese auch verständlich und nachvollziehbar sind.

Für Geldanleger gibt es mehrere Bereiche, für die Transparenz wichtig ist: Transparenz über den Anbieter selbst, Transparenz über die Risiko-Klassifikation von Anlegern und Transparenz über die Zusammensetzung und die Risikoklassifikation von Anlageportfolios. Transparenz ist also wichtig, um Risiken zu reduzieren.

---

203 https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/Passive_Sustainable_Investing_Landscape.pdf

Einige der kritisierten Robo-Advisors sind streng regulierte Vermögensverwalter. Der Öko-Test zeigt, dass eine strenge Regulierung aber nicht unbedingt Transparenz für Anleger mit sich bringt. Transparenz ist eher eine Frage der Unternehmensphilosophie als der Regulierung.

Selbstberatungsplattformen oft nicht berücksichtigt

Derzeit gibt es über 30 aktive Robo Advisors in Deutschland. Üblicherweise werden diese nach der Art ihrer Lizenz klassifiziert. Demnach gibt es drei Gruppen: Die am stärksten regulierten Vermögensverwalter, die Anlagevermittler und die am geringsten regulierten Selbstberatungsplattformen (weitere Selektionskriterien siehe Blogbeitrag[204]).

Selbstberatungsplattformen stellen Anlegern Informationen, Modellportfolios (s.a. dieser Blogbeitrag[205]) und teilweise auch „Tools“ zur Verfügung. Meine Firma Diversifikator ist eine solche Plattform (aber auch eine Unterstützungsplattform für Anlageberater und -verwalter).

In Vergleichen von Robo-Advisors wird eine höhere Regulierungsstufe oft als sehr wichtig für Anleger herausgestellt. Daher werden Selbstberatungsplattformen bei Robo-Vergleichen oft nicht berücksichtigt, auch nicht von Öko-Test.

Dabei können unregulierte Anbieter tendenziell günstigere Angebote machen als regulierte Anbieter, da sie keine Kosten für die Erfüllung der Regulierung haben. Außerdem können sie einen besonders guten Datenschutz bieten, da Selbstentscheider ihnen keine oder nur wenige Daten zur Verfügung stellen müssen.

Risikoklassifikation von Anlegern mit falschen Kennzahlen?

Für eine formelle (regulierte) Anlageberatung müssen die persönlichen Umstände des Anlegers analysiert und geprüft werden. Dabei werden von Robo Advisors (siehe Öko-Test-Analyse) aber auch von traditionellen Beratern nicht immer alle relevanten Informationen abgefragt und/oder es werden ungeeignete Operationalisierungen verwendet.

So wird die Risikobereitschaft eines Anlegers oft mit Hilfe der Schwankungstoleranz erfasst. Mit Hilfe der Kennzahl Volatilität wird dabei ermittelt, welche Schwankungshöhe Anleger maximal tolerieren wollen. In steigenden Märkten sind Schwankungen für Anleger aber oft nicht besonders wichtig und Ähnliches gilt in fallenden Märkten. Für Anleger ist meistens wichtiger, mit welchen maximalen Verlusten sie rechnen müssen. Die Verlusttoleranz wird aber nicht immer abgefragt. Allerdings setzen Regulierer ebenfalls vor allem auf Volatilität als wichtigste Risikokennzahl, wie man an den Standard-Risikokategorien für Investmentfonds sieht (siehe dazu auch diesen Blogbeitrag[206]).

Risikoklassifikation mit falschen Perioden?

[204] http://prof-soehnholz.com/deutscher-robo-vergleich-investmentphilosophien-und-viele-weitere-unterschiede/
[205] http://prof-soehnholz.com/modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt/
[206] http://prof-soehnholz.com/schwankungen-sind-tolerierbar-intransparenz-nicht/

Wenn man eine Anlegerin oder einen Anleger fragt, welches Risiko (Volatilität oder Verluste) sie/er tolerieren kann/möchte, ist die Analyseperiode wichtig. Selbst breit gestreute Aktienanlagen haben in 2008 sehr hohe Risiken aufgewiesen. Von 2009 bis 2017 waren die Risiken der Aktienanlagen wesentlich geringer. Wenn man Anleger fragt, welche Risiken sie tolerieren wollen, werden typischerweise Orientierungswerte (Anker) genannt. Je nachdem, ob riskante Perioden wie 2008 bei den Orientierungswerten berücksichtigt werden oder nicht, können Anleger zu sehr unterschiedlichen Risikoklassifikationen kommen.

„Risikoarme“ Portfolios mit falschen Allokationen? Anleihen sind nicht risikofrei

Nach der Risikoanalyse von Anlegern werden ihnen Portfolios zugeordnet. Portfolios mit hohen Anteilen an sogenannten risikofreien Anlagen wird dabei eine gute Eignung für risikoscheue oder kurzfristig orientierte Anleger zugemessen. Meist werden Anleihen als weitgehend risikofrei eingestuft und moderat risikoscheuen Anlegern werden z.B. Allokationen von 50% Aktien und 50% Anleihen angeboten. Solche Kombinationen hatten in den letzten Jahren relativ niedrige Volatilitäten. Verbraucherzentralen (und meine Firma Diversifikator) sehen Anleihen aber seit einiger Zeit u.a. aufgrund von erwarteten Zinssteigerungen und damit einhergehenden Kursrisiken als riskant an. Sie empfehlen daher „Cash“ als Portfoliokomponente zur Risikoreduktion. Das wird aber von keinem deutschen Robo-Advisor (außer Diversifikator) so umgesetzt.

„Risikoarme Portfolios“ mit hohen Risiken

Kaum ein Anleger weiß, dass bei einem Anlagehorizont von bis zu vier Jahren 50/50 Anlagen aus Anleihen und Aktien, die die Performance des Jahres 2008 beinhalten, zu einer sehr hohen Volatilität geführt hätten (siehe z.B. "Portfolioauswahltool" auf www.diversifikator.com). Anders formuliert: Wenn man annimmt, das eine Performance wie 2008 wieder vorkommen kann, muss man vielen risikoscheuen bzw. relativ kurzfristig orientierten Anlegern von einer Beimischung von Aktien abraten.

Wissenschaftliche Optimierungen mit unterschiedlichsten Ergebnissen

Fast alle Robo-Advisors berufen sich auf den Nobelpreisträger Markowitz oder eine modernere wissenschaftliche Basis. Das heißt aber nicht, dass die gebildeten Portfolios gut sind und erst recht nicht, dass sie transparent sind. Um nachzuvollziehen, wie z.B. ein moderates Portfolio aus Anleihen und Aktien zustande kommt muss man wissen, welche Risiken und welche Renditen für Aktien und Anleihen prognostiziert werden und auch, wie sich die Anlageklassen künftig zueinander verhalten (Korrelation). Je nach Annahmen/Prognosen können völlig unterschiedliche optimierte und wissenschaftlich basierte Allokationen zustande kommen (siehe z.B. „Pseudo-Optimierer-Tool“ auf www.diversifikator.com bzw. diesen Blogbeitrag[207]).

Welcher Robo Advisor macht diese Probleme transparent?

Mehr Regulierung/Haftung kostet meist auch mehr

[207] http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/

Regulierte Anbieter werden in Robo-Vergleichen bevorzugt, weil sie für ihre Arbeit grundsätzlich in besonderer Weise haften müssen. Automatisierte (Robo-) Vermögensverwalter, Vermittler und Anlageberater müssen für ihre Empfehlungen und Umsetzungen genauso haften wie traditionelle Anbieter. Aber bei schlecht kapitalisierten Anbietern kann ein Haftungsfall, besonders wenn er publik wird und damit andere Kunden bzw. Interessenten beeinflusst, schnell teuer bzw. sogar existenzbedrohend werden. Starke Regulierung bringt Anlegern in einer Krise bei einer geringen Kapitalisierung daher möglicherweise nicht so viel.

Alle Anbieter arbeiten mit Depotbanken zusammen. Wenn es sich um eine deutsche Depotbank handelt kann man davon ausgehen, dass diese gut reguliert und kapitalisiert ist. Selbstberater werden bei der Nutzung einer Depotbank genauso geschützt wie Kunden von Beratern und Vermögensverwaltern. Selbstberater haben so zwar das Selbstberatungsrisiko, dafür darf aber auch kein bankfremder Vermögensverwalter auf ihr Geld, ihre Portfolios oder ihre Daten zugreifen. "Böse" könnte man sogar sagen, dass Selbstberater kein Fremdberatungsrisiko haben.

Regulierung mit Datenschutz-Risiken

Für meine Firma Diversifikator habe ich aus anderen Gründen keine Regulierung als Vermittler, Berater oder Verwalter angestrebt. Der erste Grund ist, dass ich in erster Linie ein Business-to-Business Geschäftsmodell habe. Diversifikator liefert vor allem Portfolios an regulierte Vermittler, Berater und Verwalter. Da diese Geschäftspartner den Endkunden betreuen ist die Regulierung dieser Partner für den Endkunden wichtig, nicht die von Diversifikator.

Aber auch für Selbstberater gibt es Gründe, die Plattform von Diversifikator zu nutzen, denn Diversifikator hat einen No- bzw. Small Data Ansatz. Da keine persönlichen Empfehlungen abgegeben werden bzw. keine Vermögensverwaltung erfolgt, müssen keine Daten von Interessenten oder Anlegern abgefragt werden. Und keine Daten abzufragen ergibt den besten Datenschutz für Anleger.

Transparenz ist eine Frage der Unternehmensphilosophie

Als Selbstberatungsplattform wird zudem der Anspruch erhoben, Anlegern volle Transparenz zu bieten. Eine solche Transparenz könnte grundsätzlich auch von regulierten Anbietern angeboten werden, das wird jedoch selbst von Robo Advisors bisher selten gemacht (siehe Öko-Test 3/2018).

Zusammenfassung

Aus Anlegersicht ist besonders wichtig, wie Anlageempfehlungen zustande kommen. Nicht alle Robo Advisors zeichnen sich dabei durch volle Transparenz aus, obwohl viele von ihnen reguliert sind. Der Regulierungsumfang als Selektionskriterium für Robo-Advisors aber auch traditionelle Anlageberater und Verwalter wird meines Erachtens dagegen überschätzt.

HARSCHE BANKEN- ABER AUCH ROBO-ADVISOR-KRITIK DER EU (4-2018)

Am 24. April 2018 wurde der Bericht „Distribution systems of retail investment products across the European Union“ von der EU veröffentlicht.

Zunächst ist das Ziel der Investmentinitiativen der EU interessant: „The Capital Markets Union is set to …. provide more options and better returns for savers and retail investors. …. This requires …. transparency to help investors to make the right investment decisions (S. 3 mit Verweis auf andere EU Quellen).

Auf Basis von fremden Quellen, eigenen Recherchen und anonymen Testkäufen („Mystery Shopping“) wird unter anderem festgestellt:

Hauseigene Fonds statt günstiger ETFs

Auf den Webseiten traditioneller deutscher Anbieter sind relativ viele ETFs (meist günstige Exchange Traded Funds) zu finden (S.19). Im Beratungsgespräch werden ETFs aber nur sehr selten empfohlen (S. 21), denn traditionelle Anbieter bieten vor allem teurere hauseigene „aktive“ Investmentfonds an (S. 23). Das ist in anderen Ländern ähnlich. Nur unabhängige Finanzberater aus Großbritannien (S. 42), die keine Provisionen von Produktanbietern nehmen dürfen, und Robo-Advisors (S. 23) empfehlen Anlegern ETFs.

Auch Onlineplattformen von Banken sind relativ teuer

ETFs sind in Europa zwar etwas teuer als in den USA, können aber über Onlineplattformen grundsätzlich relativ günstig erworben werden (S. 42). Onlineplattformen von Banken sind für ETF-Anleger aber ca. 50% teurer und für Aktienanleger sogar doppelt so teuer wie unabhängige Plattformen (S. 74 mit Verweis auf eine Studie von Deloitte).

Anders als Robo-Advisors werden soziale Handelsplattformen (Social Trading Plattformen) in dem Bericht als für unerfahrene Anleger ungeeignet eingeschätzt (S. 145).

Mangelnde Transparenz

Außerdem wird eine geringe Transparenz traditioneller Angebote (S. 108) aber auch von Onlineanbietern kritisiert, gerade auch in Bezug auf Kostentransparenz (S. 24, 78, 127, 138, 140). Allerdings sollten die Kosten künftig wegen der Einführung von MiFID II transparenter werden (S. 107).

Persönliche Beratung ist wichtig, aber selten unabhängig

Aufgrund der grundsätzlich großen Auswahl an Produkten und einer hohen Intransparenz ist der Bedarf an Beratung gross. Sogar viele europäische Robo-Advisors ermöglichen daher inzwischen Zugang zu persönlicher Beratung (S. 96).

Bisher werden Investments vor allem über anbieterabhängige Berater verkauft, deren Beratung von Anlegern fälschlich als kostenlos wahrgenommen wird (S. 108). Die

Bezahlwilligkeit für unabhängige traditionelle aber auch Robo-Beratung ist dementsprechend gering (S. 108).

Strengere Regulierung zu erwarten

Der Bericht lässt offen, was das für künftige Regulierungen bedeutet.

Provisionsverbote in Großbritannien und den Niederlanden haben zu mehr - und besser informierten - Selbstentscheidern und der stärkeren Nutzung von Onlineplattformen (S. 127) und Honorarberatern geführt (S. 118). Eine Dokumentationspflicht für Beratung gibt es dagegen bisher nur in Deutschland (S. 119) und steht offenbar bei der EU nicht oben auf der Regulierungsagenda.

Es ist wenig überraschend, dass Verbraucherschützer für einfache, günstige und transparente Produkte, unabhängige Beratung und den Einsatz neuer Techniken eintreten (S. 119). Es scheint, als würde die EU diese Überzeugungen teilen.

Produktvorgaben der EU erscheinen mir aber unwahrscheinlich und zumindest in Bezug auf Kostentransparenz sollte MiFID II Verbesserungen bringen, die im EU Bericht noch nicht berücksichtigt werden konnten. Ein Provisionsverbot durch die BAFIN ist angesichts der harschen Kritik am überwiegenden Verkauf teurer hauseigener Bankprodukte über teure hauseigene Plattformen aber denkbar.

Siehe auch „Bedroht die EU (ESG) Regulierung aktives Assetmanagement?“[208] und „Noch mehr (un)sinnvolle (Robo-)Regulierungsideen“[209] auf www.prof-soehnholz.com.

Fünf Anti-Robo Strategien für traditionelle Anbieter(10-2016)

Wie können deutsche Banken, Fonds- und Portfoliomanager bzw. Asset-Manager und unabhängige Berater gegenüber digitalen automatisierten Geldanlage-Programmen (Robo-Advisors) punkten? Studien aus dem Jahr 2016 geben dazu einige Anregungen.

Ausgangslage: Nur ungefähr 17% der Befragten in Deutschland und Großbritannien nutzen die Services von Anlageberatern während es in den USA 28% sind[210]. Allerdings würden mehr als 60% der US-Anleger gerne einen Berater nutzen[211]. Das Potential für Anlageberater ist also groß. Aber sind die (noch) nicht beratenen Kunden auch attraktiv?

[208] http://prof-soehnholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/
[209] http://prof-soehnholz.com/noch-mehr-unsinnvolle-robo-regulierungsideen/
[210] s. Blackrock, Digital Investment Advice, Robo-Advisors come of Age, Sept. 2016, S. 3
[211] s. Oranj: „The Generation Gap: Understanding Millennial, Gen X, and Baby Boomer Clients“, 2016, S. 2/3; hier Verweis auf einen Connected Investors Report von Salesforce

Robo-Advisors sind typischerweise auf Anleger ausgerichtet, die keine persönlichen Berater nutzen. Sowohl in den US[212] als auch Deutschland hat sich gezeigt, dass die Nutzer von Robo-Advice-Angeboten vom Einkommen und Vermögen her durchaus attraktiv und daher auch für klassische Berater interessant sind. Daher liegt der Schluss nahe, dass es ein attraktives Neukundenpotential für Anlageberater gibt Die Frage ist, wie Anlageberater diese Kunden gewinnen können.

Weniger eigene Produkte bzw. weniger Vertriebsprovisionsabhängigkeit

Laut einer US-Studie[213] haben amerikanische Bankkunden eine bessere Meinung von ihren Beratern als deutsche Kunden. Insbesondere halten die amerikanischen Kunden ihre Berater für weniger vertriebsprovisionsabhängig bzw. weniger abhängig vom Verkauf hauseigener Produkte.

Amerikanische Kunden haben laut dieser Studie außerdem weniger Vertrauen als deutsche Kunden in Computer bei Geldanlagen. Das ist interessant, weil Robo-Advisors in den USA schon wesentlich mehr Geld einsammelt haben als in Deutschland. Vielleicht sind amerikanischen Banken attraktiver sind als die deutschen, und US Anleger haben daher relativ viel Vertrauen zu ihnen.

Wenn es so wäre, dass US Banken bereits stärker auf vom Anleger bezahlte Gebühren statt auf Provisionen von Produktanbietern oder eigene Produkte setzen, ist das vielleicht gerade der Grund, warum US Kunden ihren Bankberatern mehr vertrauen als deutsche Anleger ihren Beratern.

Und das scheint der Fall zu sein: So gibt es im genossenschaftlichen Sektor und bei Sparkassen aber auch bei vielen Privatbanken und unabhängigen Beratern und Vermögensverwaltern in Deutschland bisher keine oder nur wenige ETF Angebote. Sogar Ausgabeaufschläge werden vielfach noch verlangt und durchgesetzt. Aber „in den USA, Australien, Südafrika und den Niederlanden sind typischerweise keine Vertriebskosten in den laufenden Fondsgebühren enthalten“[214].

In den USA sind Charles Schwab und Vanguard die mit Abstand größten Anbieter von automatisierten Online-Geldanlagen (Robo-Advice). Und diese Anbieter vermarkten vor allem ihre eigenen ETFs über ihre Robo-Advice Angebote. So etwas gibt es in Deutschland noch nicht. Vielleicht prägen diese beiden Anbieter dieses relativ geringe Vertrauen von US-Anlegern zu Robo-Advisors.

Bessere Online-Unterstützung für traditionelle Berater

[212] s. Peter Lohse, Christian Machts: „Robo-Advice: Chancen für Asset Manager, Berater und Anleger“ in Cash-online vom 27.9.2016
[213] Yougov im Auftrag der Quirin Bank siehe Fonds professionell online vom 20.10.2016
[214] s. Natalia Wolfstetter: Anlegerfreundlichkeit auf dem Prüfstand: Die globalen Fondsstandorte im Vergleich, Morningstar 9.6.2015

„Digital advisers offer many features and tools that a client or adviser may use to personalize portfolios, including financial planning tools to inform portfolio selection; portfolio allocations that clients may customize to their desired asset class mix; the ability to retain legacy positions; sophisticated, technology-driven portfolio rebalancing based on market changes, cash in-flows and out-flows, and risk parameters; and asset placement and tax-loss harvesting services[215].

Solche Tools können und sollten von traditionellen Anbietern auch angeboten werden. Die Kombination solcher Tools mit persönlicher Beratung kann sogar sehr erfolgreich sein: 65 Prozent der (US-)Befragten, die an Robo-Advice interessiert sind, möchten gleichzeitig eine intensive persönliche Beziehung zu einem persönlichen Berater haben[216]. Und es ist sicher schneller und günstiger, wenn traditionelle Anbieter ihren Bestandskunden zusätzlich neue Tools anbieten als wenn Robo-Advisors den noch zu gewinnenden Neukunden auch noch eine eigene Beratung anbieten müssen.

Auch neue Bankkunden können durch Robo-Advisor Tools adressiert werden. Dafür besonders aufgeschlossene junge Anleger, sogenannte Millenials, haben tendenziell niedrige Einkommen und Vermögen. Aber sie haben ein großes Potential. So sind in den USA sehr viele von ihnen selbstständig bzw. überdurchschnittlich viele von ihnen haben Universitätsabschlüsse, was für eine gute Profitabilität dieser Kunden in der Zukunft spricht. Ausserdem sind sie sehr daran interessiert, Geldanlagen besser zu verstehen[217].

Und: „Nearly 70% of respondents look for modern tools, and over 80% consider convenience, when selecting an advisor“[218]. Letzteres gilt auch für vermögende Anleger: „79% said that it is important for them to have access to their investment information any time, day or night, and 65% said that with the help of their adviser they would be interested in using technology to manage their investments.“[219].

Mehr Transparenz bzw. besseres Management von Komplexität

Robo-Advisors können sich in ihren Anlage-Empfehlungen für vergleichbare Anlegerrisiken stark unterscheiden: „Equity allocations ranged as high as 90% and as low as 51%; fixed income allocations ranged from 10% to 40%“[220]. Für Laien bzw. alleine durch die Lektüre der Online-gestellten Informationen von Robo-Advisors dürfte es meist kaum nachvollziehbar sein, warum bei gleicher Ausgangslage so große Allokationsunterschiede herauskommen.

---

[215] Morgan Lewis, The evolution of advice, Digital Investment advisors as fiduciaries, 2016, S. 16

[216] s. Lohse, Peter,; Machts, Christian: Robo-Advice: Chancen für Asset Manager, Berater und Anleger, in Cash-online, 27.9.2016

[217] s. Oranj: The Generation Gap: Understanding Millennial, Gen X, and Baby Boomer Clients, 2016, S. 2/3

[218] Oranj: The Generation Gap: Understanding Millennial, Gen X, and Baby Boomer Clients, 2016, S. 3 mit Verweis auf einen Connected Investor Report von Salesforce

[219] s. Oranj/InResearch: The Rise of the digital advisor, 2016, S. 4 mit Verweis auf eine Harris Befragung für Wells Fargo

[220] Cerulli-Analyseergebnisse s. Blackrock solicits more regulatory scrutinity of Robo-Advisors, eliciting jeers and a cheer, in RIABIZ, 11.10.2016

Um das zu machen, müssten die Allokationsmodelle und die Annahmen bzw. Prognosen zum jeweiligen Zeitpunkt offengelegt werden. Idealerweise müsste ein Anleger außerdem alternative Annahmen prüfen können. Diese Transparenz wird bisher von Online Anbieter selten geboten. Offline-Anbieter bieten aber oft eine noch geringere Transparenz. In einer persönlichen Beratung kann man jedoch auf explizite und vor allem implizite Fragen von Anlegern besser eingehen als online. Wenn es traditionellen Beratern gelingt, dem Anleger zu erklären, warum seine Empfehlung so ist, wie sie ist, kann er damit gegenüber dem angeblich transparenten Robo-Advisors punkten.

Neben der Asset-Allokation wird auch die Finanzplanungsfähigkeit von Robo-Beratern kritisiert: „Robos frequently do not capture good information about assets such as cash or insurance or assets held in accounts away from the robo firm. Nor do they usually get an accurate picture of the customer's overall financial and life goals"[221]. Gute traditionelle Berater dagegen sollten eine umfassende Finanzplanung leisten können.

Mehr verantwortungsvolle Angebote

Traditionelle Anbieter können Produkte anbieten, die Robo-Advisors (noch) nicht anbieten. Das sind heute vor allem Einzeltitel-basierte (Aktien- und Anleihen statt ETFs) Produkte, die allerdings für die langfristige Kapitalanlage um die es hier geht nicht besser geeignet sein müssen als ETF-Angebote. Oder sie bieten fondsbasierte Produkte an, die Robo-Advisors noch wenig im Fokus haben, z.B. ESG bzw. SRI Angebote.

Verantwortungsvolles Anlegen (ESG/SRI genannt für Environment/Social/Governance oder Socially Responsible Investing) wird für institutionelle Anleger immer wichtiger. Auch im Privatkundenbereich findet es zunehmend Aufmerksamkeit. Für Aktienanlagen scheint diese Form der Geldanlage trotz reduzierter Anlagemöglichkeiten keine Nachteile oder sogar Vorteile für Anleger zu haben. So stellt Morningstar jüngst eine niedrigere Volatilität von Fonds mit besonders guten ESG-Scores fest. Der Erklärungsversuch: Unternehmen mit guten ESG Scores haben geringere operationale und Reputationsrisiken als andere Unternehmen[222].

ESG/SRI wird rein-online bzw. von Robo-Advisors bisher auch in den USA kaum angeboten. Ausnahmen in Deutschland sind Diversifikator und Visualvest, letztere mit Fokus auf ökologische Faktoren.

Das ist eine Chance für Offline-Anbieter, die allerdings relativ schnell auch von Online-Anbietern genutzt werden kann.

Besserer Datenschutz

Datenschutz bzw. Datensicherheit ist schon heute für digitale Anbeter besonders wichtig223. Was digital künftig möglich sein kann, zeigt „Meet Eva: Your enlightened virtual assistant

[221] David Lyon von Oranj in „Blackrock solicits more regulatory scrutinity of Robo-Advisors, eliciting jeers and a cheer", in RIABIZ, 11.10.2016
[222] s. Jon Hale: Higher Sustainability Ratings can mean lower risk, Morningstar, 13.10.2016
[223] s. Blackrock, Digital Investment Advice, Robo-Advisors come of Age, Sept. 2016, S. 2

and the future for of the invisible bank“[224]. Damit wird Datenschutz bzw. Datensicherheit künftig noch wichtiger.

Banken haben durch ihre jahrelange Erfahrung im Bereich Datenschutz und Datensicherheit einen Erfahrungs- und Vertrauensvorsprung, den sie nutzen sollten, um einen besonders guten Schutz zu bieten. Unabhängige Robo-Advisors müssen erst noch zeigen, dass sie diese Themen auch in schwierigen Situationen im Griff haben. Gerade Start-Ups müssen außerdem sicherstellen, dass die Daten z.B. auch bei einer finanziellen Unternehmenskrise nicht verkauft werden bzw. und in die falschen Hände fallen können.

HYBRIDMODELLE: WORAUF TRADITIONELLE FINANZDIENSTLEISTER BEI ROBO-ADVISORS ACHTEN SOLLTEN (5-2017)

Hybridmodelle bieten Robo-Advisor Services mit ergänzender persönlicher Beratung. Aber es geht in diesem Beitrag auch um beratungslose Robo-Services für traditionelle Anbieter.

Anlageberater und Vermögensverwalter inner- und außerhalb von Banken sind oft skeptisch in Bezug auf Robo-Advisors. Viele interessieren sich dafür, aber wenige haben bisher etwas unternommen. Robo-Advisors ist es bisher offenbar nicht gelungen, viele Berater und Verwalter als Freunde zu gewinnen. Das ist auch kein Wunder.

Die meisten Robo-Advisors sind großspurig mit dem Anspruch angetreten, klassische Beratung und Vermögensverwaltung abzuschaffen. Jetzt zeigt sich, dass Anspruch und Wirklichkeit auseinanderklaffen, denn nicht nur deutsche Robo-Advisors tun sich schwer mit der Kundengewinnung. Viele deutsche Robo-Advisors wollen daher jetzt mit klassischen Beratern bzw. Verwaltern und Banken kooperieren. Das macht auch für die Berater und Verwalter Sinn, wenn es richtig angegangen wird.

Um attraktiv für Berater und Verwalter zu sein, sollten Robo-Advisors diesen den Erhalt bisheriger Umsätze bzw. am besten den Ausbau von Umsätzen ermöglichen. Und das sollte natürlich profitabel für den Berater oder Verwalter sein. Das ist durchaus möglich.

Angenommen ein traditioneller Anbieter hat Einnahmen von 0,5% p.a. durch Provisionen von Fondsanbietern oder durch eine vom Anleger bezahlte Gebühr. Bei einem Anlagevolumen von 100.000 Euro ergibt das nur 500 Euro Umsatz pro Jahr. Aufgrund der bestehenden und neuen Regulierungen (z.B. MiFID II) ist so ein Kunde kaum profitabel zu bedienen. Neukunden zu akquirieren, die „nur“ 100.000 Euro anlegen wollen, macht auch aufgrund hoher Akquisekosten kaum Sinn.

Traditionelle Berater und Verwalter müssen sich also künftig auf Kunden mit höheren Anlagevolumina konzentrieren. Aber das Geschäft mit solchen Anlegern ist hart umkämpft. Das bedeutet höhere Akquisekosten und geringere Margen.

[224] KPMG, October 2016

Da vermögende Neukunden schwer zu akquirieren sind, sollten Bestandskunden gehalten werden, selbst wenn man nur wenig mit ihnen verdient. Weil es traditionellen Anbietern auch aufgrund der neuen Konkurrenz durch Robo-Advisors und vor allem ETF-Anbieter kaum gelingen wird, die Preise anzuheben, muss man versuchen, die Kosten zu senken. Durch Automatisierung können Kostenreduktionen erreicht werden. Robo-Advice als vollautomatisierte Lösung für kleinere Bestandskunden kann daher sehr interessant sein.

Auch Robo-Advisors sind daran interessiert, Kunden mit attraktiven Volumina zu akquirieren. Wenn man davon ausgeht, dass die Akquise eines Kunden 500 Euro kostet, sind Anlagevolumina von dauerhaft nur 10.000 Euro selbst langfristig uninteressant, denn mehr als 0,5%, also 50 Euro pro Jahr, kann man mit einem Robo-Advisor nur schwer verdienen. Und 500 Euro Akquisekosten und 0,5% Marge sind eine optimistische Schätzung. Also auch Neukunden von Robo-Advisors sollten mittelfristig idealerweise Anlagevolumina von 50.000 Euro und mehr erreichen, um für die Anbieter interessant zu sein.

Man braucht daher einen Robo-Advisor, der für Bestandskunden traditioneller Anbieter, die bisher persönlich betreut wurden, und Neukunden, die sechsstellige Anlagen tätigen wollen, attraktiv ist. Dazu muss der Robo-Advisor mehrere Kriterien erfüllen.

Erstens muss die Bedienung bzw. User Experience so attraktiv sein, dass es dem Anleger nichts ausmacht, einen Großteil der Arbeit selbst zu erledigen. Der Robo-Advisor muss so außerdem so viele Informationen und Tools liefern, dass der Bedarf des Anlegers nach persönlicher Beratung auf ein Minimum reduziert wird.

Zweitens müssen die angebotenen Portfolios attraktiv sein. Mit einfachen starren Aktien/Anleihen Portfolios kommt man wohl nicht weit. Wahrscheinlich reicht es künftig auch nicht, nur ETF-Portfolios anzubieten, sondern es müssen vielleicht auch aktive Fonds, nicht-traditionelle Anlagen, direkte Aktienportfolios und Risikomanagement angeboten werden, um für Anleger mit Anlagevolumina über 100.000 Euro dauerhaft attraktiv zu sein.

Drittens wollen traditionelle Anbieter die Kontrolle über ihre Anleger behalten, zumindest sofern diese über 100.000 Euro anlegen können. Inzwischen gibt es auch in Deutschland einige Plattformen bzw. Robo-Advisors, die traditionellen Beratern oder Verwaltern nicht nur die für diesen nicht mehr attraktiven Kleinanleger abnehme sondern auch Private und White Label Lösungen anbieten. Die ideale Private Label Plattform sollte aus administrativen Gründen am besten mit den gleichen Depotbanken arbeitet, die der traditionelle Anbieter heute schon nutzt.

Viertens muss man natürlich auch am Anleger verdienen können. Letzteres heißt, dass man eine Gebühr von ca. 1% p.a. beim Anleger durchsetzen können muss, damit auch der traditionelle Anbieter bei geschätzten laufenden Kosten von 0,5% p.a. für eine Robo-Advisor Plattform noch etwas verdienen kann. Denn zusätzlich zum Robo-Advisor sollte der traditionelle Anbieter immer auch für begleitende Beratung bereitstehen, auf die deutsche Anleger besonders viel Wert legen. Das bedeutet, dass echte Hybridmodelle eingeführt werden müssen.

ROBO-ANGEBOTE DURCH BANKEN HABEN VIEL POTENZIAL (11-2016)

Traditionelle Banken und unabhängige Anbieter haben mehrere Möglichkeiten, zu sogenannten Robo-Angeboten zu kommen. Dabei definiere ich „Robo“ weit und meine auch online unterstützte ETF-Portfolios, nicht nur voll automatisierte Investment-Management Lösungen.

Selektionskriterien sind vor allem Kosten und Einnahmepotenziale, Zeitbedarf und Adaptionsmöglichkeiten. Hier ist zunächst der Überblick über die grundsätzlichen Optionen:

1) Aufbau einer eigenen automatisierten Investmentplattform und volle Integration in die eigenen Prozesse

2) Mehrheitliche Beteiligung an einem bestehenden Robo-Advisor mit anschließender Adaption an die eigenen Erfordernisse

3) Kooperation mit einem bestehen Robo-Advisor, ggf. mit Minderheitsbeteiligung

Der erste Weg wird vor allem von den Großbanken verfolgt. Er ist teuer und langwierig. Die Sparkassen gehen mit Yomo, wenn das Angebot künftig wieder ausgebaut wird, offenbar denselben Weg und die Volks- und Raiffeisenbanken testen ihn mit dem Visualvest-Ansatz. Die Warburg-Gruppe hat Ownly als ersten Schritt zum eigenen Robo-Advisor getan und auch andere größere Banken werden wohl diesen Weg gehen.

Hauck und Aufhänger hat mit dem Kauf von Easyfolio den zweiten Weg beschritten. Easyfolio wird künftig auch Portfolios des neuen Eigentümers anbieten, die Anpassung ist also angelaufen.

Den dritten Weg hat unter anderem die Santander Bank beschritten.

Der „Selbstaufbau“ dauert lange und kann auch recht viel Zeit kosten. Dafür ist man uneingeschränkt in der Lage, seine eigenen Produkte, Preise und den eigenen Markenauftritt umzusetzen, sofern man das möchte, denn Visualvest zum Beispiel geht zunächst bewusst einen anderen Weg.

Beim Mehrheitserwerb an einem Robo-Advisor kann man Produkte, Preise und Markenauftritt entweder sofort oder nach und nach umsetzen. Allerdings ist die Anzahl der deutschen Robo-Advisors, die gekauft werden können, überschaubar. Etliche der über 20 deutschen Anbieter sind inzwischen recht gut finanziert. Erst wenn ihnen das Geld ausgeht und sie nicht erfolgreich genug sind, um weitere Minderheitsbeteiligungen anzubieten, oder wenn sie sehr erfolgreich und damit sehr teuer sind, werden sie wohl zum Mehrheitsverkauf bereit sein.

Bleibt der dritte Weg der Kooperation, der für die meisten deutschen Banken und unabhängigen Anbieter wohl der attraktivste ist. Er kann grundsätzlich relativ kostengünstig

und schnell umgesetzt werden. Allerdings sind die Adaptationsmöglichkeiten bzw. der Auftritt unter eigener Marke und mit eigenem Pricing und damit die Einnahmepotentiale meist beschränkt.

Man kann vor allem zwei Arten von Kooperationen unterscheiden:

1. Verweis auf externe Anbieter

Verweis-Beispiel Eins: Diesen Weg scheint die KSW Vermögensverwaltung aus Nürnberg mit Scalable zu gehen. Im Vordergrund steht die Kostensenkung. Dabei verweist man potentielle oder aktuelle Kunden, die zu geringe Einnahmepotentiale für die klassische persönliche Vermögensverwaltung oder Beratung mit sich bringen, an den Kooperationspartner. Dafür sollte es einen Anteil an der Gebühr des Robo-Advisors geben. Der traditionelle Anbieter hat dabei in der Regel keinen Einfluss auf das Portfolioangebot und gibt auch die Kontrolle über den Kunden ab. Es dürfte schwierig sein, so Neukunden für den traditionellen Anbieter zu gewinnen.

Verweis-Beispiel Zwei: Diversifikator bietet eine andere Lösung an. Dabei werden Selbstentscheider (z.B. Direktbank- oder Onlinebrokerkunden) aber auch Beratungskunden vom Kooperationspartner auf die stark online-unterstützen Diversifikator-Portfolios hingewiesen, die dann beim oder durch den traditionellen Anbieter umgesetzt werden. 75% der vereinnahmten Gebühren von 1% p.a. auf den Renditeteil der Anlage bleiben beim traditionellen Anbieter und 25% wird an Diversifikator weitergeleitet. Diversifikator erhält keine Anlegerdaten. So bleibt die Kontrolle über den Anleger beim traditionellen Anbieter und auch das Einnahmepotential ist attraktiv. Der Nachteil gegenüber dem ersten Beispiel ist, dass man diese Kunden weiter verwalten muss und damit weiterhin Kosten hat. Das Beispiel Zwei ist daher eher für Kunden geeignet, die man nicht unbedingt dauerhaft verlieren möchte, aber auch für die Gewinnung von Neukunden, denen man moderne, stark online-unterstützte Anlagemöglichkeiten bietet.

2. Private-Label (PL) Lösungen

PL-Beispiel 1: Die Nutzung einer existierenden Robo-Plattform unter eigenem Label ist der typische Private Label Fall. Bei einer solchen Lösung werden typischerweise nur die Standard-Portfolios vom Robo-Partner angeboten und das Pricing wird durch die direkt vergleichbaren Preise für die Portfolios des Robo-Advisors begrenzt. Damit ist das Einfluss- und Einnahmepotential für den traditionellen Partner begrenzt. Allerdings sollte die Lösung relativ schnell und kostengünstig umsetzbar sein. Wenn ein effektiver Schutz der Kunden des traditionellen Anbieters besteht, ist diese Private Label Lösung auch für die Neukundengewinnung geeignet. Allerdings bestehen relativ wenige Differenzierungsmöglichkeiten vor allem im Vergleich zu den Angeboten der Robo-Plattform.

PL-Beispiel 2: Diversifikator bietet eine „Full-Service“ Lösung an. Dabei kann im weitestgehenden Fall ein Robo-Advisor mit dem vom traditionellen Partner gewünschten Branding, Portfolio- und Toolangebot, Service-Level, IT-Modell und einer passenden Depotbank „compliancekonform auf der grünen Wiese“ gestartet werden. Eine rechtliche, IT-

und Prozessintegration ist nicht erforderlich, kann aber jederzeit erfolgen. Das ist eine im Vergleich zur sofortigen Integration relativ schnelle und anders als PL-Beispiel 1 eine voll adaptier- und skalierbare Kooperationsmöglichkeit.

PL-Beispiel 3: Schneller und vor allem kostengünstiger ist es, nur eine eigene Private-Label Webseite aufzusetzen. Damit können Portfolios unter eigenem Label und Pricing angeboten werden. Die sogenannten „most-passive“ Portfolios von Diversifikator sind dafür besonders geeignet, weil sie voll transparent sind. Außerdem kommen sie mit möglichst wenigen Handelsaktivitäten aus und sowohl Selbstentscheider als auch Berater haben nur sehr wenig Aufwand mit der Implementierung der Portfolios. Im Gegensatz zu den PL-Beispielen 1 und 2 wird dabei auf einen voll automatisierten Serviceumfang verzichtet und alle Anleger werden weiterhin vom traditionellen Anbieter erfasst und betreut.

Robo-Advisors sind für Direktbanken nur bedingt attraktiv (5-2016)

Robo-Advisors und Direktbanken: Das hört sich an, als würde es zusammenpassen. Das muss aber nicht so sein. Bei Robo-Advisors geht es ja um Beratung. Und etliche Direktbanken wollen zwar online Geldanlagen möglichst weitgehend automatisiert anbieten, aber sie wollen Anleger nicht beraten.

Das liegt zum Beispiel daran, dass es im selben Konzern andere Einheiten, z.B. klassische Banken mit Filialnetz gibt, die nicht möchten, dass die Direktbank berät. Das liegt aber auch daran, dass Beratung aus regulatorischen Gründen umfassende Dokumentationen und Überwachungen erfordert, die Direktbanken aus Kostengründen gerne vermeiden möchten. Direktbanken positionieren sich daher lieber als Banken für Selbstentscheider.

Eine beratungsfreie Direktbank wird daher keinen eigenen Robo-Advisor anbieten. Aber sie kann Robo-Elemente zur Unterstützung für Selbstentscheider nutzen: Finanzplanungs-Tools, Risikoeinschätzungstools, Portfolioselektionstool und ein Portfolio-Implementierungstool. Oder die Bank kann auf einen externen Robo-Advisor verweisen, dem Kunden zugeführt werden. Dann findet die automatisierte Beratung außerhalb der Bank statt. Dabei muss die Bank aber sicherstellen, dass sie ihre Kunden nicht an den Robo-Advisor verliert. Und die Direktbank muss auch sicherstellen, dass sie an den Kunden weiterhin verdient, denn die Alternative zum externen Robo-Angebot sind ja bankinterne Angebote.

Klassischen B-C (Business to Consumer) Robos dürfte es schwerfallen, Direktbanken zu Kooperationen zu bewegen, es sei denn, sie sind zum Teilen ihrer Servicegebühren bereit und können die Kundenvertraulichkeit zweifelsfrei sicherstellen. Dabei stehen sie im Wettbewerb mit klassischen Fondsanbietern, die teils hohe Provisionen an Direktbanken zahlen. Auf der Webseite der ING-DiBa beispielsweise wird transparent ausgewiesen, wie viel Provision die Bank an den jeweiligen Fonds verdient. So liegen die laufenden Gebühren oft bei 0,5% p.a. und mehr. Das kann für die Bank sehr attraktiv sein. Dazu kommen teilweise noch einmalige Ausgabeaufschläge. So viel können B-C Robo-Advisors wohl kaum zahlen.

VERMÖGENSVERWALTER KÖNNEN MIT „ROBO-SUPPORT“ STARK WACHSEN (8-2016)

Robo-Support ist der wesentliche Treiber eines 22%igen Kundenwachstums von registrieren US Vermögensverwaltern im letzten Jahr. Das ist jedenfalls die Erklärung aus dem Report „2016 Evolution Revolution“ der US Investment Advisor Association und des National Regulator Service (hier: S. 6 und 15)[225]. Der Report wertet die offiziellen Berichte von fast 12.000 registrierten Beraten aus.

„A substantial part of this increase can be attributed to two trends, both related to the rise of automated investment advice models—the provision of automated advice to retirement plan participants and the growth among advisers using websites and/or mobile device apps to reach a greater number of clients with lower investment balances“ (S. 15).

Robo-Support wird auch von großen Vermögensverwaltern sehr erfolgreich eingesetzt: „Six … of the top 100 advisers by number of clients fit this description. These six … advisers alone collectively reported nearly 1.2 million additional clients in 2016″.

Keine Überraschung dagegen ist die Tatsache, dass die Zahl der registrierten „reinen“ Online Robo-Advisors um fast 60% auf insgesamt 126 gestiegen ist (S. 15).

Die Vereinigung der US Vermögensverwalter und die Aufsichtsbehörde erwarten einen weiteren Anstieg von Robo-Support bzw. Des hybriden Modells und von reinem Online Robo-Advice: „The trend toward automated advice —both as a standalone model and incorporated into “human touch” businesses—is likely to continue, driven by investor demographics, fee pressure, and increasing costs“ (S. 5).

In Deutschland spricht die Überalterung der Gesellschaft gegen eine so starke Zunahme von solchen Angeboten. Andererseits steigt die Online-Affinität durch die zunehmende Zahl von Anlegern, die seit ihrer Kindheit Online aktiv sind. Steigende Personal- und Regulierungskosten sind auch in Deutschland ein Problem für Vermögensverwalter. Die IT Kosten sind allerdings differenziert zu sehen. Einzelne Services können immer günstiger automatisiert werden. Allerdings führt die zunehmende Zahl von automatisierten Services tendenziell zu höheren IT-Kosten für Vermögensverwalter. Und auch Preisdruck durch die Provisionsverbotsdiskussion und die Zunahme von klassischen ETF- und Smart-Beta Angeboten ist in Deutschland ein Thema. Es spricht also viel dafür, dass „Robo-Support“ auch für deutsche Vermögensverwalter ein wichtiges Thema wird.

„Automated advice to retirement plan participants“ dagegen gibt es in Deutschland meines Wissens, vielleicht mit der Ausnahme von Fairr, noch gar nicht. Auch hierfür gibt es ein großes Wachstumspotential. So leidet die Verbreitung von privater beziehungsweise

[225] 2016 Evolution Revolution, A profile of the investment advisor profession, by Investment Advisor Association und National Regulatory Services, vom 23.8.2016 („Evolution Revolution and its findings are based on Form ADV, Part 1 data filed by all SEC-registered investment advisers as of April 8, 2016. Advisors are required to file specific information electronically using the Investment Adviser Registration Depository (IARD) system“

betrieblicher Altersvorsorge an relativ hohen Erklärungs- bzw. Vertriebskosten. Automatisierung kann diese Kosten nennenswert senken und so das Kundenpotential erheblich ausweiten.

Klassische Vermögensverwalter mit KWG-Lizenz[226] dürfen Kundenvermögen eigenständig und/oder im Kundenauftrag verwalten. Das Geschäftsmodell ist typischerweise auf individuelle Vermögensverwaltungen ausgerichtet, d.h. jeder institutionelle oder Privatkunde erhält ein individuell gemanagtes Portfolio. Die Anleger können, sofern sie es wünschen, über ihre Portfolios mitbestimmen. Die Individualität hat aber auch Nachteile. Der Vermögensverwalter kann so nur schwer zeigen, dass er etwas besonders gut kann bzw. was er besonders gut kann, denn die Anleger möchten üblicherweise nicht, dass ihre Portfolios öffentlich gemacht werden. Außerdem bestimmen die Anleger über ihre Portfolios mit, so dass auch eine anonymisierte Aggregation der Portfolioperformances wenig aussagefähig ist.

Außerdem ist ein relativ großes Vermögen nötig, um eine individuelle Vermögensverwaltung, die sehr aufwändig sein kann, effizient und zur Kunden- und Vermögensverwalterzufriedenheit umzusetzen. Viele Vermögensverwalter sind daher dazu übergegangen, eigene Fonds anzubieten, in denen Anlagen mehrerer Kunden gepoolt werden. Solche Fonds sind oft als Publikumsfonds ausgestaltet und damit relativ transparent. Aber solche Fonds sind auch relativ teuer in der Auflegung und in der Verwaltung und lohnen sich daher oft erst ab ca. EUR 10 Millionen Anlagevolumen. Die Anzahl der Fonds, die ein Vermögensverwalter auflegen kann, ist damit begrenzt.

Um die Vermögensverwalterleistungen zu zeigen, ist eine Veröffentlichung von Musterportfolios eine Alternative zur Auflegung von Fonds. Musterportfolios sind viel günstiger aufzusetzen als Fonds. Aber auch Musterportfolios können in der Betreuung aufwändig sein. Das ist besonders dann der Fall, wenn viele Daten/Informationen benötigt werden, die Entscheidungen für die Musterportfolios nicht automatisierbar sind und wenn in den Portfolios viel gehandelt wird.

Musterportfolios kann man zum Beispiel mit Plattformen wie Wikifolio oder United Signals technisch effizient umsetzen. Wenn hohe Renditen erzielt werden, kann man über solche Plattformen auch Aufmerksamkeit für die Portfolios generieren. Viele KWG-regulierte Vermögensverwalter legen jedoch Wert auf Risikobegrenzung in den Portfolios ihrer Kunden und werden daher mit ihren Musterportfolios kaum übermäßig hohe Renditen erwirtschaften. Damit werden sie auf den Ranglisten von Wikifolio et al. selten in den Renditeranglisten oben stehen und über solche Plattformen wohl kaum nennenswerte zusätzliche Aufmerksamkeit für ihre Services erreichen. Sie könne ihre Bestandskunden und Interessenten allerdings auf ihre Portfolios auf solchen Plattformen hinweisen und damit zusätzliche nachprüfbare „Track-Records“ schaffen. Ein Risiko dabei ist, dass der Kunde des Vermögensverwalters dort zahlreiche andere Portfolios sieht, die auf den ersten Blick besser laufen als die Portfolios seines Verwalters.

Zusätzliche daten- und handelsintensive Portfolios sind also nur mit hohem Aufwand und erheblichen Risiken umsetzbar. Portfolios mit geringen Daten- und Handelsanforderungen

[226] KWG Kreditwesengesetz

können allerdings gut zusätzlich als Musterportfolios auf einer eigenen Online-Plattform angeboten werden. Das Risiko, gegenüber anderen Portfolios schlecht abzuschneiden, besteht jedoch weiterhin. Es ist geringer, wenn nicht zu viele fremde Portfolios im direkten Vergleich zu sehen sind und wenn es nicht nur um hohe Renditen geht. Die Musterportfolios sollten aber trotzdem gut sein und idealerweise auch innovativ.

Um eine solche Präsenz herzustellen, kann man auch eine Private Label Lösung nutzen, also ein Online Angebot unter eigener Marke. Diversifikator bietet solche Private-Label Lösungen an, bei denen Vermögensverwalter eigene Portfolios neben die von Diversifikator online stellen können. Auch eine Plattform mit Portfolio-Implementierungsunterstützung, die unter der Marke des Vermögensverwalters auftritt, kann schnell und kostengünstig umgesetzt werden. Damit kann der Vermögensverwalter seinen Kunden effizient „7/24“ Zugang zu weiteren Portfolios ermöglichen.

Man kann aber auch auf eigene Online Portfolios verzichten und seinen Kunden in Kooperation mit einem Robo-Advisor dessen Portfolios anbieten. Dafür muss der Robo-Advisor aber auch ausgerichtet sein. So sollte der Vermögensverwalter an den Kunden verdienen, die er auf die Robo-Plattform bringt. Außerdem sollte der Vermögensverwalter darauf achten, dass die Daten seiner Kunden vertraulich behandelt werden.

Robo-Advisors sind auch für deutsche Asset-Manager interessant (5-2016)

Asset-Manager mit BAFin Lizenz dürfen Investmentfonds managen. Anders als viele Vermögensverwalter mit KWG-Lizenz, die Portfolios managen und Kunden beraten, haben sie meist nur ein „Standbein“, nämlich das Asset-Management. Full-Service Robo-Advisors wiederum managen ebenfalls Portfolios und beraten Anleger. Das sieht eher nach Konfrontation als Kooperation zwischen Asset-Managern und Robo-Advisors aus. Das muss aber nicht so sein: Fidelity hat eMoney gekauft, Vanguard hat einen eigenen Robo-Advisor aufgebaut, Invesco hat Jemstep akquiriert und Blackrock hat Future Advisor übernommen. Dafür wird es gute Gründe geben, denn diese Robo-Advisors waren nicht billig zu haben. In Deutschland geht die Übernahme von Easyfolio durch Hauck & Aufhäuser offenbar in eine ähnliche Richtung.

Was bringt ein Robo-Advisor einem Assetmanager? Zunächst denkt man dabei an den Online-Verkauf bestehender Fonds des Asset-Managers. Robo-Advisors zeichnen sich üblicherweise dadurch aus, dass sie sehr günstige Portfolios aus einem sehr breiten Spektrum von ETFs anbieten. Damit können von den oben genannten Firmen Vanguard, Schwab und die Blackrock-Tochter ishares mit ihren sehr breiten Paletten als günstig geltender ETFs werben. Andere Assetmanager mit überwiegend relativ teuren, aktiv gemanagten und oft nur schwer zu erklärenden bzw. kaum vom Wettbewerb unterscheidbaren Produkten würden mit dem Verkauf ihrer Produkte über eine eigene Robo-Plattform an Neukunden wohl nicht unbedingt erfolgreich sein.

Ihre eigenen Fonds günstiger über Robo-Plattformen an Bestandskunden zu verkaufen, kann aber auch nicht im Sinn der Anbieter sein, weil sie sich damit möglicherweise selbst zu viel Konkurrenz machen. Vielleicht lohnt sich das für Anbieter mit einer großen Fondspalette und

einer geringen sogenannten Cross-Selling Quote. Eine breit gestreute teure Werbung für kostengünstige Robo-Angebote von Bestandsprodukten dürfte aber auch für Anbieter großer Produktpaletten unattraktiv sein. Was sich für große Asssetmanager aber rechnen kann ist, Bestandskunden zusätzlich zu ihren meist „aktiven“ Fonds günstige passive Fonds bzw. ETFs, z.B. solche mit neuem Faktor- bzw. Smart-Beta-Ansatz, die der Asset-Manager sonst nicht im Angebot hat, effizient über eine Online bzw. Robo-Plattform anzubieten.

Aber eines der Probleme selbst von großen von Assetmanagern ist, dass sie ihre Kunden in den Publikumsfonds gar nicht unbedingt kennen, sofern sie nicht direkt vertreiben, was die Ausnahme ist. Meistens bieten sie ihre Produkte über Banken und andere Vertriebswege an. Die Kunden können also nicht direkt angesprochen werden, sondern müssen über andere Wege angeworben werden.

Kleine Asset-Manager mit wenigen Fonds haben zudem oft nur wenige Bestandskunden. Sie werden vor allem darauf aus sein, Neukunden zu akquirieren. Wenn ihre Fonds online gut verkäuflich sind, kann ein Robo-Ansatz als besonders stark unterstützte Online-Vermarktung, attraktiv für sie sein. Online einfach vermarktbar sind aber nur attraktive und leicht erklärbare Produkte, also vor allem regelbasierte Produkte oder Produkte mit langem gutem Track-Record. Es gibt nicht viele kleine Assetmanager mit eigenem Bestand an Endkunden, passenden Produkten und einem ausreichenden Marketingbudget für die Neukundenakquise, um ein solches Modell erfolgreich zu machen. Große ausländische Assetmanager haben es in dieser Beziehung aber eventuell leichter mit dem Markteintritt in Deutschland: So ist der US Asset-Manager Dimensional mit seinen Fonds sogar schon auf mehreren deutschen Robo-Plattformen vertreten.

Eigene Robo-Advice Angebote oder auch Private-Label Lösungen sind daher nur von ganz wenigen Asset Managern zu erwarten, am ehesten noch von finanzstarken ausländischen Assetmanagern mit einer bisher geringen Präsenz in Deutschland und mit Fokus auf ETFs oder regelbasierte Smart-Beta Produkte. Kleine Assetmanager können versuchen ihre Produkte auf bestehenden Robo-Plattformen zu vermarkten, aber auch das wird enge Grenzen haben.

Für alle Asset-Manager gilt aber das zu den Vermögensverwaltern gesagte in Bezug auf Musterportfolios: Online- bzw. Robo-Plattformen können eine gute Testbasis für neue Produkte sein. Was daher kommen könnte sind Fonds, die erfolgreiche Online-Musterportfolios verpacken und zum Beispiel mit einem zusätzlichen Risikomanagement versehen, welches mit Musterportfolios nur schwer umzusetzen ist.

VERSICHERUNGEN SOLLTEN MIT ROBO-ADVISORS KOOPERIEREN (4-2016)

Versicherungen haben viele Sorgen. Und Robo-Advisors scheinen für die meisten von ihnen nicht auf der Agenda zu stehen. In den USA gibt es mit Northwestern Mutual aber mindestens eine Versicherung, für die das anders ist. Sie hat Learnvest gekauft, einen großen Anbieter von Finanzplanungssoftware. Und es sieht so aus, als wenn daraus ein Robo-Advisor mit Unterstützung durch persönliche Beratung werden könnte. So gibt es heute schon „A dedicated financial planner, available to you 24/7 via email" und „Online tools, classes, and articles to help you put the advice into action"[227].

Macht eine Zusammenarbeit von deutschen Versicherungen mit Robo-Advisors Sinn? Für manche Anbieter kann das durchaus überlegenswert sein. So sind Lebensversicherungen seit Langem wichtige Anbieter von Kapitalanlageprodukten. Seitdem die Zinsen sehr niedrig und die Kapitalgarantiekosten gestiegen sind, stehen Kapitalanlageprodukte mit voller Garantie nicht mehr im Fokus der Lebensversicherungen. Diese bieten daher zunehmend Kapitalanlageprodukte ohne bzw. mit stark reduzierten Garantien an. Der Vertrieb solcher Produkte erfolgt über Banken, Ausschließlichkeitsvertriebe, Partner-Vertriebe und/oder Online.

Viele der Zielkunden haben inzwischen Smartphones oder sind offen für andere Formen der Onlinenutzung. Während Insurtech vor allem mit dem Fokus Online-Vermarktung von Sachversicherungen diskutiert wird, gibt es zum Thema Online-Vertrieb fondsgebundener Produkte aktuell nicht viel Neues. Aber es gibt ja auch schon einige derartige Online Angebote von Direktversicherungen.

Im Vergleich zu Robo-Advisors, die Interessenten online sehr einfache und kostengünstige Kapitalanlagemöglichkeiten bieten, erscheinen bisher reine Online bzw. Direktversicherungen nicht besonders kundenorientiert in Bezug auf die „User Experience", die sie bieten, also die Online-Nutzerfreundlichkeit. Auch die Ausgestaltung der angebotenen Kapitalanlage-Produkte ist nicht immer überzeugend. So sind nicht unbedingt immer die besten Fonds in Policen vertreten[228].

Wenn man eine fondsgebundene Versicherungspolice sucht, die nur ETFs nutzt – und zwar ohne eine Verpackung in manchmal teure Dachfonds, wird man nicht so einfach fündig. Und wenn man versucht, die Asset-Allokation einer fondsgebundenen Lebensversicherung nachzuvollziehen, ist das auch nicht immer einfach möglich. Wenn man dann noch nach überzeugenden ESG (Environment, Social, Governance) Angeboten sucht, wird das Angebot ganz dünn.

Versicherungen, die Kapitalanlageprodukte anbieten, sollten sich deshalb mit dem Thema Robo-Advisor beschäftigen, die ja überwiegend transparent günstige ETF-Portfolios mit starkem Online Support anbieten. So könnte eine Versicherung eine Police anbieten, die ein „Robo-Portfolio" beinhaltet. Der Anleger kann mit Hilfe eines Robo-Advisors eine

[227] Quelle: www.learnvest.com vom 23.4.2016
[228] siehe Feri EuroRating Studien zu fondsgebundenen Versicherungen im Allgemeinen, z.B. vom 11.5.2015

Finanzplanung machen, sein Risikoprofil bestimmen und ein Portfolio aussuchen. Vielleicht, und das gibt es meines Wissens noch nicht online, kann er künftig auch eine passende Versicherungspolice dazu auswählen.

Finanziell kann das für den Anleger attraktiv sein. Lebensversicherungen bieten immer noch Steuervorteile, selbst wenn es sich oft nur um eine in die Zukunft verlagerte Besteuerung zu dann aber potentiell niedrigeren Steuersätzen in der Rentenphase handelt.

ETF-gebundene Versicherungspolicen sind nicht nur wegen der günstigen ETFs attraktiv. In der Police entfällt die Umsatzsteuer, die bei ETF-Portfolios ohne „Verpackung“ als Police oder Fonds anfällt und auch die Portfolio-Implementierungskosten werden für Anleger geringer, da Portfoliotransaktionen von Versicherungen gebündelt umgesetzt werden können. So müssen sie nur eine Police kaufen statt mehrere ETFs direkt einzeln zu kaufen und diese dann auch noch zu rebalanzieren bzw. umzuschichten. Bei Versicherungen herrschen zudem monatliche Einzahlungen vor. Banksparpläne auf Portfolios mehrerer ETFs sind bisher noch selten, so dass sich ETF-gebundene Policen derzeit sogar noch inhaltlich von Bankprodukten abheben können.

Deutsche Anleger werden bei der Kapitalanlage auf absehbare Zeit nicht völlig auf Beratung verzichtet wollen. Versicherungen mit ihrem Zugang zu oft mehreren Vertriebswegen bzw. Beratungskanälen können das gut nutzen, indem sie Online-Kapitalanlageangebote mit Beratung kombinieren. So kann der Bankberater oder auch der bankunabhängige Berater eine fondsgebundene Versicherung wahrscheinlich einfacher verkaufen, wenn der Kunde sich vor Abschluss des Geschäftes online detailliert über das Angebot informieren kann. Durch den Zugang zu Beratung über viele Wege macht auch für Robo-Advisors eine Kooperation mit Versicherungen Sinn. Es muss nur sichergestellt werden, dass die Beratung bzw. Vertriebsleistung, die von der Versicherung geleistet bzw. organisiert wird, auch honoriert wird. Aber das ist grundsätzlich machbar.

Besonders interessant wäre es für Versicherungen, wenn es ihnen so gelingen würde, nicht nur relativ teuer zu akquirierendes Neugeschäft zu machen, sondern auch das Geschäft mit Bestandskunden effizienter zu halten und auszubauen. Dazu sollten sie unter anderem versuchen, einen größeren Anteil an den Geldern aus auslaufenden Lebensversicherungen zur Wiederanlage zu akquirieren. Der Anteil der Versicherungen an diesem attraktiven Anlagepool ist heute ziemlich gering. Viele der meist über 50jährigen Versicherungsnehmer solcher auslaufenden Lebensversicherungen sind sogenannte Best Ager und ziemlich internetaffin[229].

Versicherungsvermittler bzw. -Makler, die keine zusätzlichen Genehmigungen haben, dürfen nur Versicherungen vermitteln bzw. makeln. Viele von ihnen beschäftigen sich aber schon seit Jahren intensiv nicht nur mit dem Thema der Risikoabsicherung durch Versicherungslösungen sondern auch mit anderen Formen der Absicherung, z.B. durch Kapitalanlagen bzw. sparorientierte fondsgebundene Versicherungen.

[229] Statista: Best Ager (Generation 50plus) in Deutschland nach Zustimmung zu verschiedenen Aussagen über Medien und Mediennutzung im Jahr 2013“ auf www.statista.com

Robo-Advisors bieten mehrere Services an, die Versicherungsexperten beim Verkauf von fondsgebundenen Produkten helfen können. So nutzen Robo-Advisors kostengünstige und zunehmend populäre ETFs für ihre Angebote, die Versicherungsprofis von ihren Versicherungspartnern bisher oft noch nicht angeboten werden. Außerdem stellen Robo-Advisor 7 Tage die Woche und 24 Stunden am Tagen Informationen bereit, die Anlegern aber auch den Versicherungsexperten helfen können, Anlageentscheidungen vorzubereiten bzw. zu treffen.

ROBO-ADVISORS ZUR FONDSVERMITTLER- UND BERATER-UNTERSTÜTZUNG (5-2016)

Fondsvermittler (Finanzanlagenvermittler) dürfen Fonds vermitteln, Honorar(finanzanlagen)berater zu Fonds beraten. Beide Gruppen werden einerseits durch Robo-Advisors bedroht, können aber andererseits auch von Robo-Advisors profitieren. Der erste Aspekt ist schon viel diskutiert worden. Typische Robo-Advisors automatisieren den kompletten „Beratungs-“ und Anlageprozess, so dass Vermittler und Berater nach Aussagen der Anbieter von Robo-Plattformen überflüssig werden. Soweit das Kunden mit kleinem Anlagepotential betrifft, die nicht profitabel von Vermittlern und Berater bedient werden können, stört diese das nicht. Bei profitablen Kunden bedroht das Berater und Vermittler aber durchaus.

Bisher habe Robo-Advisors noch sehr wenige Kunden. Das gilt auch für die meisten Robo-Advisors in den USA. Die Kunden der Robo-Advisors sind jedoch oft nicht unbedingt die jüngsten und sie haben durchaus attraktive Anlagebeträge bei den Robos. In den USA, und in Deutschland zumindest bei den sogenannten Vermittlerpools, scheint sich die Erkenntnis durchzusetzen, dass eine gute online (Robo) Unterstützung für Vermittler und Berater sehr interessant sein kann. Je mehr der Anleger online lernt und selbst macht, desto stärker kann sich der Berater auf die wichtigen Beratungsaspekte wie die Finanzplanung konzentrieren. Und Anleger wollen offenbar nicht zu 100% online alleine gelassen werden, denn nicht immer können alle ihre Fragen online sofort zufriedenstellend beantwortet werden.

Berater, die vom Kunden direkt bezahlt werden, haben Anreize, Kunden möglichst günstige Portfolios zu empfehlen, da die Performance solcher Portfolios durch die niedrigen Kosten besser sein sollte als die von teureren Angeboten. Es ist zudem bekannt, dass sogenannte aktive Fonds ihre Benchmarks nur selten schlagen. ETF-Portfolios sind daher für Honorarberater besonders attraktiv.

Vermittler werden vom Produktgeber bezahlt. Sie haben dementsprechend Anreize, Fonds mit hohen Provisionen zu verkaufen und wenige Anreize, einzelne ETFs zu vermitteln. Allerdings lassen sich nur gute aktive Fonds einfach verkaufen. Und ETFs können als ETF-Portfolios, die Provision ermöglichen, auch für provisionsorientierte Vermittler attraktiv sein. Und je besser Fonds bzw. (ETF)Portfolios online-unterstützt bzw. vorverkauft werden, desto eher werden sie von Beratern und Vermittlern akzeptiert werden.

Die meisten Robo-Plattformen sind im Endkundendirektgeschäft (B-C) aktiv. Erst wenn es Angebote wie in den USA mit Betterment Institutional gibt, die zusätzliche Einnahmen für

Berater und Vermittler vorsehen, wird die Kooperation von Beratern und Vermittlern mit Robo-Plattformen attraktiv.

Eines der interessantesten Kompensationsmodelle ist das „asset-based" Servicegebührenmodell, welches für vermögende Anleger im traditionellen Geschäft heute auch in Deutschland üblich ist. Der Endkunde bezahlt eine Gebühr, die auf Anlagevolumensbasis berechnet wird. Dann muss der Honorarberater nicht jede Minute seiner Beratung extra verkaufen bzw. rechtfertigen und der Vermittler kann unabhängig von Anbieterprovisionen agieren. Für letzteren wird damit auch das Angebot günstiger ETFs bzw. ETF-Portfolios attraktiv. Dabei sollten Berater und Vermittler darauf achten, dass die Robo-Plattformen sehr sorgfältig mit den Daten ihrer Kunden umgehen und diese Informationen nicht irgendwann nutzen, um die Berater und Vermittler zu umgehen.

ROBO-SUPPORT FÜR BERATER VERMÖGENDER ANLEGER (8-2016)

Robo-Advice ist eigentlich die automatisierte Online-Beratung mit Fokus auf junge Anleger, die menschliche Berater überflüssig machen soll. Daher ist der Inhalt der Überschrift zu diesem Kapitel erstaunlich. Befragungsergebnisse resultieren ja auch nicht immer in Aktivitäten und US Erfahrungen sind nicht immer und vor allem nicht sofort auf Deutschland übertragbar. Allerdings wurden über 400 Beratungsunternehmen gefragt und zwar nicht irgendwelche, sondern sogenannte Elite Berater. Elite Berater sind besonders große Unternehmen, von denen über 50% mehr als 50 Millionen Dollar pro durchschnittlichem Kunden und 65% Anlagevolumina von insgesamt mehr als einer Milliarde Dollar betreuen. In 2015 waren es „erst" 46%, die gesagt haben, dass Robo-Advice sie unterstützen kann[230].

Bei den befragten US Firmen steht die Akquisition neuer und jüngerer Kunden im Vordergrund. Das ist auch das Kundensegment, auf das sich viele amerikanische und deutsche Robo-Advisors im Marketing konzentrieren. Wenn man allerdings analysiert, wie alt ein Kunde eines Robo-Advisors im Schnitt ist und wie viel Vermögen er vermutlich hat, wird man überrascht. Fast alle mir bekannten Berichte von Robo-Advisors in den USA und in Deutschland deuten darauf hin, dass der durchschnittliche Kunde männlich und über 40 Jahre ist und bereits über ein recht hohes Einkommen bzw. sogar schon ein relativ hohes Vermögen verfügt.

Was bedeutet das für deutsche Anlageberater? Sie sollten sich intensiv mit den Möglichkeiten von Robo-Advice Angeboten beschäftigen und zwar nicht nur für die Neukundenakquise, sondern auch für die Bestandsbewahrung bzw. den Ausbau des Geschäfts mit Bestandskunden. Die gute Nachricht: Der Aufbau eines eigenen Robo-Advisor Angebotes kann schnell und günstig erfolgen. Es gibt inzwischen einige Anbieter, die solche B-B Services anbieten.

[230] repräsentative Befragung von Blackrock und IN Research mit dem Titel „2016 Elite RIA Study". RIA steht für registrierte Investmentberater. Ein Kommentar bzw. eine Analyse zu der Studie findet sich z.B. in Investment News vom 2. August 2016 mit dem Titel „Assets in robo-advice channel surge, as more RIAs prepare to jump in".

In Bezug auf dieselbe Studie heißt es aber auch: „Top advisors rejecting robo-advice model[231].“ Tatsächlich sagen nur 9% der US „Elite“-Berater (aber 25% der anderen Berater), dass sie in den nächsten ein bis zwei Jahren Robo-Advice anbieten wollen. Hinzu kommen noch die 7-8%, die schon Robo-Advice anbieten. Das ist aber durchaus konsistent mit den anderen Antworten. So sehen sich nur 6% der Elite-Berater (16% der anderen Berater) als solche, die Technologien sehr früh annehmen. 41% (31%) warten erst mal ab, bis die ersten Vorreiter damit erfolgreich sind und 37% (35%) nutzen Technologien erst, nach sie „well-established“ sind.

Wenn man sich die weiteren Antworten der Umfrage ansieht fällt auf, dass es offenbar noch eine erhebliche Unsicherheit gibt, welche Technologien den Kunden angeboten werden sollen. Die Entscheidung für die Art eines Robo-Advice Angebotes ist ja auch nicht einfach. Dabei geht es gar nicht primär um Technologie, sondern darum, wie man einen Robo-Advice aufbauen sollte. So gibt es sehr viele Unterscheidungsmerkmale für Robo-Advisors, aber nur sehr wenige davon sind technischer Art[232].

Bei Diskussionen mit Banken bzw. Beratern zur Ausgestaltung möglicher White bzw. Private Label Robo-Advice Angebote wird klar: Viele Entscheidungen bzw. Festlegungen sind nötig und so kann es dauern, bis eine Bank bzw. ein Berater sich für eine konkrete Ausprägung bzw. einen Partner entscheidet

Kunden, die online aktiv sind, können sehr attraktiv sein: „Die Kundenprofitabilität liegt bei Banken mit überdurchschnittlich digital agierenden Kunden um 38 Prozent höher als bei Banken mit durchschnittlich digital agierenden Kunden. Treiber sind dabei nicht nur die Kosten (die bei digitaler Interaktion natürlich auch geringer sind), sondern auch die Erträge. Kunden mit hoher digitaler Interaktion haben höhere Volumina, nehmen mehr Produkte in Anspruch und sind demnach für die Institute interessanter als weniger digitalaffine Kunden.“[233]

Die aktuelle Befragung von über 5000 sehr vermögenden Privatkunden ergibt, dass die digitalen Kompetenzen bei der Auswahl von Beratern auch für sehr vermögende Anleger sehr wichtig sind. Es besteht außerdem eine hohe Bereitschaft seinen aktuellen Berater zu verlassen, wenn er nicht über ausreichende digitale Angebote verfügt. Über 50% des Nettogewinns der Berater sind laut Capgemini so bedroht[234].

Es geht also nicht darum, dass Banken bzw. Berater oder Vermögensverwalter kein Robo-Advice anbieten wollen, weil sie es für eine schnell wieder verschwindende Modeerscheinung

---

[231] Investment News vom 9.8.2016
[232] In dem Blog-Beitrag vom 25.7.2016: „Deutscher Robo-Vergleich: Investmentphilosophien und andere Unterschiede“ werden 17 mögliche Unterschiede zwischen Robo-Angeboten genannt und kein einziger davon ist rein technisch, sondern alle sind konzeptioneller Art.
[233] Holger Sachse von der Boston Consulting Group in einem Interview von Hansjörg Leichsenring im Bank Blog vom 8.8.2016
[234] Capgemini Studie laut Bank Blog von Hansjörg Leichsenring vom 11.8.2016 mit dem Titel „Im Private Banking ist mehr Digitalisierung gefragt. Reiche Kunden verlangen digitale Lösungen für die Vermögensoptimierung“

halten. Es geht auch nicht darum, dass sie Robo-Advice nicht anbieten wollen, weil sie es als schädliche Konkurrenz sehen. Meiner Meinung nach werden viele unabhängige deutsche Berater und Banken über kurz oder lang ganz sicher verstärkt beratungsunterstützende Online Services anbieten.

Auch Tippgeber können von Robo-Advisors profitieren (5-2016)

Tippgeber sind typischerweise ehemalige Vermittler bzw. Berater, die sich nicht nach KWG- bzw. Gewerbeordnung zulassen und beaufsichtigen lassen wollen, zum Beispiel weil sie nebenberuflich oder nicht mehr in Vollzeit tätig sind. Tippgeber haben oft ziemlich viel Erfahrung mit Kapitalanlagen und möchten an ihren Tipps natürlich gerne auch verdienen. Die Tipps erfolgen normalerweise nicht in Form von Anlagetipps an Endkunden sondern in Form von Hinweisen auf potentielle Geschäfte mit Endkunden an Vermögensverwalter, die reguliert sind. Von diesen werden die Tippgeber auch kompensiert, wenn der Tipp zu einem Geschäft für den Tippempfänger führt. Wenn Robo-Advisors für Tipps zahlen können, sind sie auch für Tippgeber interessant.

Einige Robo-Advisor sind nach §34f Gewerbeordnung zugelassen[235] und einige haben sogar eine aufwändigere KWG 32 Zulassung. Andere agieren unter einem sogenannten Haftungsdach. Nur wenige Robo-Advisors sind unreguliert und agieren als Musterportfolioanbieter.

Wenn Tippgeber zugelassenen Robo-Advisors Kunden zuführen, können sie von diesen kompensiert werden. Allerdings sind fast alle in Deutschland aktivem Robo-Advisors als B-C Modell aufgesetzt. Das heißt, sie liefern Services vom Robo-Advisor, dem „B“ wie Business, direkt an den Endkunden, also den Customer wie „C“. Und das bedeutet typischerweise, dass in ihren Gebührenmodellen keine Kompensation für fremde Berater oder Tippgeber vorsehen ist.

Das ist bei einem B-B Modell wie dem von Diversifikator anders. Wenn der Anleger von einem regulierten Berater beraten wird, erfolgt die Bezahlung der Services von Diversifikator in der Regel über den Berater, der von der empfohlenen Gebühr von 1% p.a. typischerweise 0,75% p.a. für die Beratungsleistung behält und 0,25% p.a. an Diversifikator weiterleitet. Wenn der Berater einen Tippgeber entlohnt, reduziert sich seine Gebühr entsprechend. Sie ist aber wahrscheinlich immer noch höher als die Provision, die ein B-C Robo-Advisor zahlen will.

Der Tippgeber kann den Tipp zur Nutzung von Diversifikator theoretisch auch direkt an den Endkunden geben. Der Anleger möchte aber kaum sowohl an den Robo-Advisor als auch zusätzlich an den Berater und an den Tippgeber zahlen. Diesem „Dilemma“ begegnet Diversifikator, indem Anleger, die Tippgeber bezahlen, die Kompensation für den Tippgeber von der Vergütung an Diversifikator abziehen dürfen. Wenn der Kunde über einen Tippgeber zu Diversifikator kommt und keinen Berater nutzt, kann er selbst entscheiden, ob er von dem fälligen einen Prozent Gebühr nur 0,25% p.a. oder mehr an Diversifikator zahlt, er kann also

[235] eine Zulassung eines „Robo-Advisors“ nach GewO § 34h ist bis Ende April 2016 nicht bei der BaFin eingetragen

bis zu 0,75% p.a. an den Tippgeber zahlen. Eine zusätzliche Dokumentation für Diversifikator ist dafür nicht erforderlich, denn Diversifikator arbeitet mit einem vertrauensbasierten Small-Data Ansatz. Dafür erhält der Anleger aber keine Beratung und auch keine Vermittlung, denn unregulierte Tippgeber dürfen nicht beraten bzw. vermitteln. Diversifikator empfiehlt daher, Berater zu nutzen, die natürlich auch adäquat kommentiert werden müssen.

Es stellt sich aber die Frage, ob Tippgeber diese Kompensation vom Endkunden annehmen dürfen oder ob sie damit aufsichtsrechtlich Probleme bekommen können. Solange der Tippgeber keine unerlaubte Beratung bzw. Vermittlung durchführt, sollte nichts dagegen sprechen. Ob das zutrifft, ist vom Tippgeber selbst zu prüfen. Was als Beratung bzw. Vermittlung gilt und was nicht, hat die BAFin ziemlich eindeutig bestimmt[236]. Tippgeber, die sich dafür entschieden haben, „nur“ Tippgeber zu sein und keine regulierten bzw. zugelassenen Berater bzw. Vermögensverwalter, sollten sich mit diesen Vorschriften gut auskennen.

Robo-Advisor Unterstützung für die betriebliche Altersvorsorge (bAV) (4-2016)

Robo-Advisors unterstützen Anleger bei der privaten Kapitalanlage und damit auch bei der privaten Altersvorsorge. In Deutschland gibt es mit Fairr schon einen Anbieter, der die staatlich geförderten privaten Altersvorsorgeprodukte „Riester“- und „Rürup“ online anbietet. Über die betriebliche Altersvorsorge (bAV), also den dritten Weg neben der gesetzlichen und der privaten, habe ich bisher in Deutschland – außer bei Fairr – noch nichts in Zusammenhang mit Robo-Advisors gelesen. In den USA ist das jedoch ein großes Thema.

Das kann man feststellen, wenn man nach den Stichworten 401k, das eine verbreitete Form der betrieblichen Altersvorsorge in den USA, und Robo sucht[237]. Betterment, einer der bekannten Robo-Pioniere in den USA, ist bereits seit einiger Zeit in diesem Marktsegment aktiv. Kann das auch in Deutschland funktionieren?

Einiges spricht dafür. Betriebliche Altersvorsorge kann dann besonders effizient angeboten werden, wenn möglichst viele Mitarbeiter an möglichst einfach standardisierten Programmen teilnehmen. Eines der Hauptprobleme der betrieblichen Altersversorgung ist die Überzeugung von Mitarbeitern, sich an der bAV zu beteiligen, für die sie auf einen Gehaltsanteil verzichten müssen. Von Experten wird daher gerne das Opt-Out Modell empfohlen, um die Verbreitung der betrieblichen Altersvorsorge zu steigern. Opt-Out bedeutet, dass grundsätzlich jeder an der betrieblichen Altersvorsorge teilnimmt, der sich nicht explizit dagegen ausspricht. Damit wird erfahrungsgemäß ein viel höherer Anteil an Beschäftigten zur Teilnahme bewegt, als wenn nur die teilnehmen, die sich aktiv dafür entscheiden (Opt-In). Unabhängig vom Opt-In oder Opt-Out Ansatz kann man aber die betriebliche Altersvorsorge (bAV) mit der Hilfe von Robo-Advisors attraktiver machen.

---

[236] siehe z.B. Merkblätter der BAFin zu Anlageberatung, Anlagevermittlung und Abschlussvermittlung

[237] s. z.B. David Armstrong, Robos in Retirement, www.wealthmanagement.com vom 18.4.2016

Arbeitnehmer, die für die bAV überzeugt werden sollen, sollten nicht nur mit geldwerten Argumenten wie „der Betrieb unterstützt bAV finanziell“ geworben werden. Schließlich geht es darum, dass sie zunächst auf Lohn verzichten müssen, um hoffentlich in der Zukunft eine bessere Altersvorsorge zu haben. So muss insgesamt Folgendes geleistet werden:

- Der Mitarbeiter muss sich über die zusätzliche Vorsorgenotwendigkeit klar werden
- Der Mitarbeiter muss sich über ihr/sein Anlage- bzw. Vorsorgepotential klar werden, d.h. er muss klären, auf wie viel Gehalt er unproblematisch verzichten kann
- Der Mitarbeiter muss sich eine adäquate Vorsorge- bzw. Anlagemöglichkeit aussuchen
- Die Anlage muss effizient implementiert werden, um nicht unter zu hohen Kosten zu leiden

All das machen Robo-Advisors schon heute für die privaten Kapitalanlagen und damit oft auch für die private Altersvorsorge (pAV). Arbeitnehmer können sich so grundsätzlich in Ruhe zu Hause auch am Wochenende über bAV Angebote informieren. Auch häufig auftretende Fragen können standardmäßig mit Hilfe von so genannten FAQ beantwortet werden.

Die Standard-Aufklärung über bAV kann also online erfolgen, auch über Förderungen der Arbeitgeber zum Beispiel mit „Förderrechner“-Tools. Was allerdings typischerweise online nicht geleistet werden kann, ist die Beantwortung individueller Fragen. Dazu muss eine zusätzliche persönliche Beratung angeboten werden. Diese kann durchaus per Chat oder Video-Chat z.B. über Skype erfolgen. Das ist besonders für Unternehmen mit mehreren Standorten wichtig, um möglichst viele Mitarbeiter effizient erreichen zu können. Die Beratung bzw. die Berater können sich in diesem Fall aber auf die wichtigsten individuellen Fragen konzentrieren und auch mit Co-Browsing die Robo-Tools gemeinsam erklären und nutzen, um die Mitarbeiter zu informieren.

Auch die typische bAV Black-Box sollte transparenter gemacht werden: Man kann online erklären, wieso man sich als Betrieb für welche Produktpartner, also Versicherungen, Fondsanbieter bzw. Asset-Manager etc. entschieden hat und – bei größeren Betrieben – effizient auch mehrere bAV-Auswahlmöglichkeiten zur Verfügung stellen. Man kann erklären, wie man zu Asset Allokationen kommt. Man kann einfach Transparenz über die Zusammensetzung der Anlageportfolios herstellen und auch die Kosten auf allen Stufen und vor allem kann man Rechen-Tools anbieten, mit denen Arbeitnehmer ihre individuellen Situationen und Auswahlmöglichkeiten simulieren können[238].

Auch für die betriebliche Altersvorsorge bietet sich daher der Einsatz von Robo-Advisors in Kombination mit persönlicher Beratung an.

AUCH FIRMENKUNDEN KÖNNEN ROBO-ADVISORS NUTZEN (5-2016)

Fintechs bzw. Robo-Advisors können auch für Firmenkunden interessant sein. Firmenkunden bzw. die Manager von Firmenliquidität wollen zwar persönlich beraten werden und brauchen

[238] z.B. nach dem Vorbild der Tools auf www.dia-vorsorge.de

auch keine voll automatisierte Anlage. Aber Fintechs können z.B. bei der Identifikation der attraktivsten Cashanlage helfen.

Einige wichtige Elemente von Privatkunden-orientierten Robo-Advisors werden jedoch kaum gebraucht: Die Finanzplanung macht das Unternehmen sicher selbst und auch die Einschätzung der eigenen Risikotragfähigkeit muss selbst erfolgen. Aber bei den angebotenen Portfolios können Robo-Plattformen ihre volle Stärke auch für Firmenkunden ausspielen: Sie bieten meist besonders breit gestreute und kostengünstige Portfolios an, die im besten Falle auch sehr transparent in Bezug auf die Asset-Allokation und die ETF Selektion sind. Besonders kleine Unternehmen haben offline nicht immer einfachen Zugang zu so attraktiven Konzepten.

Bei einem Anbieter wie Scalable ist attraktiv, dass ein ausgefeiltes Kapitalanlage-Risikomanagement angeboten wird, welches moderner sein dürfte als das bestehende Risikomanagement vieler Firmen. Und Diversifikator bietet zum Beispiel ein ETF-basiertes breit gestreutes Responsible Investment (ESG) Portfolio an, welches zudem relativ geringe Abhängigkeiten von traditionellen Investmentfaktoren aufweist. Und Unternehmen stehen bei diesem Thema immer stärker in der Verantwortung. So würde es sich in Governance-Berichten sicher gut machen, wenn ein Unternehmen von sich behaupten könnte, seine Kapitalanlagen würden ganz oder überwiegend „verantwortungsvoll“ erfolgen.

Robo-Advisors sind auch für Stiftungen interessant (4-2016)

In Deutschland gibt es über zwanzigtausend Stiftungen. Die meisten von ihnen sind sehr klein. Nur sehr wenige verfügen über eigene Kapitalanlagespezialisten. Stiftungen ohne eigene Anlagespezialisten werden oft von stiftungserfahrenen Beratern in- oder auch außerhalb von Banken beraten. Stiftungen haben meist mehrere externe und interne Kapitalanlagevorschriften zu berücksichtigen. Diese besagen vor allem, dass Stiftungsgelder risikoarm und liquide angelegt werden sollen. Regelmäßige Ausschüttungen der Kapitalanlagen sind meist nicht unbedingt nötig, werden aber oft gewünscht. Stiftungen wünschen sich außerdem eine hohe Transparenz über ihre Kapitalanlagen. Zunehmend werden auch verantwortungsvolle bzw. ESG-Anlagen (ESG steht für Environment, Social, Governance) gewünscht.

Seit einigen Jahren gibt es sogenannte Stiftungsfonds, welche die Anlagevorschriften von Stiftungen erfüllen und insgesamt den Anlagewünschen von Stiftungen entsprechen sollen. Die meisten sind Mischfonds der SRRI bzw. KIID (Key Investor Information Document) Risikokategorie 3. Das heißt, diese Fonds haben in den vorangegangenen 5 Kalenderjahren eine relativ geringe Schwankungsanfälligkeit gezeigt. Die Rendite der Stiftungsfonds war aber in der den vergangenen Jahren oft nicht besonders attraktiv. Einer der Gründe dafür könnten die relativ hohen Kosten vieler Angebote sein. Von manchen Beratern (z.B. Portfolio Consulting[239]) wird außerdem bemängelt, dass Stiftungen bei den Fonds nicht unter sich bleiben sondern auch Privatanleger Zugang zu den Stiftungsfonds haben. Das könne für unerwünschte Ab- und Zuflüsse bei den Fonds sorgen.

[239] Und Quelle zu in diesem Abschnitt genannten Zahlen ist generell: Thomas Schemken, PC Portfolio Consulting GmbH: Stiftungsfonds 2015, Allheilmittel für Stiftungen? Mai 2015

Ein Kritikpunkt an den Stiftungsfonds fehlt in der Analyse von Portfolio Consulting: Die meisten Stiftungsfonds verlassen sich auf (kurzlaufende) Anleihen als sogenannte risikofreie Anlage. Viele Anleihen sind aber trotz oft formal guter Ratings nicht risikofrei, wie man z.B. an der Eurokrise sehen kann. Mit den von zahlreichen Experten erwarteten steigenden Zinsen können Anleihen zudem nennenswerte Verluste aufweisen. Außerdem bringen kurzlaufende Anleihen seit einiger Zeit negative Zinsen mit sich, was sich auch auf die Stiftungsfonds negativ auswirkt.

Und was haben Robo-Advisor damit zu tun, die ja in ihrer Reinform automatisierte Geldanlagen für Kleinanleger anbieten?

Mir fallen kaum Argumente ein, warum Stiftungen, die sich für Stiftungsfonds interessieren, keine Robo-Advisors nutzen sollten. Ein Grund könnte der mangelnde Track-Record vieler Robo-Advisors sein. Aber ein vergangener Track Record ist nicht notwendigerweise ein guter Indikator für einen künftigen Track Record. Bei Diversifikator kommt hinzu, dass sogar die Asset Allokation passiv ist und damit der Track Record eine viel geringere Rolle spielt als bei aktiv gemanagten Fonds.

Mir fallen aber viele Argumente ein, warum Stiftungen sich Robo-Advisor Angebote ansehen sollten:

Das wird am Beispiel der von Diversifikator angebotenen Portfolios erläutert:

1. Robo-Advisors bieten meist sehr liquide diversifizierte Mischfonds auf Basis mehrerer ETFs an, auch in den von Stiftungen gewünschten SRRI Risikoklassen 3 und 4. Sogenannte Stiftungsfonds enthalten überwiegend Anleihen und einen relativ geringen Anteil an Aktien von Großunternehmen aus entwickelten Ländern. Das ist bei den meisten Robo-Advisors ähnlich. Diversifikator sieht Anleihen nicht als risikofreie Anlage an, sondern dafür wird „Cash“ genutzt. Diversifikator Portfolios sind zudem meist besonders breit diversifiziert und enthalten z.B. auch Immobilien-, Infrastruktur- und Private Equity-Aktien. Damit können auch kleine Stiftungen Zugang zu ansonsten illiquiden Anlagesegmenten bekommen.
2. Die von Robo-Advisors angebotenen Portfolios sind meist sehr kostengünstig im Vergleich zu Stiftungsfonds. Für Diversifikator-Portfolios werden inklusive Beratung 1% pro Jahr plus ETF-Kosten auf den Renditeteil des Portfolios verlangt, der bei Stiftungen oft nur 30-50% betragen wird[240], also 0,3 bis 0,5% p.a.. Für Stiftungen mit eigenen Kapitalanlageexperten, die keine externe Beratung nutzen, reduziert sich die Gebühr auf 0,25% p.a. auf den Renditeteil zuzüglich der ETF-Kosten.
3. Die von Robo-Advisors angebotenen Portfolios sind meist ziemlich transparent. So legt Diversifikator sämtliche Regeln zur Allokation und ETF-Selektion und jederzeit auch alle Portfolios offen.
4. Robo-Advisors bieten zudem mehr oder weniger ausgefeilte Tools zur Risikoeinschätzung von Anlegern an, die auch von Stiftungen genutzt werden können. So verweist Diversifikator auf das wissenschaftlich basierte Tool auf www.behavioral-finance.com.

[240] Der andere Teil der Anlage erfolgt in Cash bzw. Liquidität ohne Gebühren für Diversifikator

Resultat des Tools sind empfohlene SRRI Risikoklassen, nach denen auch Stiftungen Portfolios auswählen können.
5. Robo-Advisors nutzen meist ETFs, die Indizes direkt nachbilden und bei denen Zu- und Abflüsse von (Klein-)Anlegern in der Regel keinerlei negativen Auswirkungen für Stiftungen haben, allerdings können sich Großanlegeraktivitäten kurzfristig negativ auswirken.

Zumindest Diversifikator bietet schon seit Gründung ESG (Environment, Social und Governance-) Portfolios auf ETF-Basis an. Solche diversifizierten ESG-Lösungen sind meines Wissens bisher einmalig. Sogar das islamische Portfolio von Diversifikator kann für Stiftungen interessant sein, denn es enthält keine Finanzdienstleister und nur niedrig verschuldete Unternehmen. Selbst für größere Stiftungen gibt es mit dem Alternatives-ETF Portfolio eine neuartigen liquiden, diversifizierten und kostengünstigen Zugang zu Immobilien, Infrastruktur, und Private Equity.

Eine Kapitalanlage über einen Robo-Advisor kann auch unter Governance Aspekten für Stiftungen interessant sein, vor allem, wenn es von einem (externen) Stiftungsexperten überwacht und gegebenenfalls gesteuert wird.

Robo-Advisors sind auch für Family Offices attraktiv (4-2016)

Gegensätzlicher kann es kaum sein: Vereinfacht beschrieben bieten Family Offices persönliche und komplexe Services und Kapitalanlagen für Reiche und Robo-Advisors bieten online standardisierte Portfolios für Kleinanleger an. Das sieht nicht so aus, als wäre eine Zusammenarbeit interessant. Wenn man das Thema detaillierter analysiert, ändert sich das Bild jedoch.

Sogenannte Family Offices verwalten Familienvermögen. Professionelle Vermögensverwaltungen mit mehreren Angestellten lohnen sich erst ab mehreren hundert Million Euro Anlagevermögen. Aber auch Familien mit geringeren Vermögen lassen sich gerne von Profis beraten, die ihre speziellen Probleme kennen und lösen können.

Viele Familienvermögen werden in und mit Unternehmen erwirtschaftet. Unternehmerische Fragen aber auch Erbschafts- und Steuerthemen und Stiftungsthemen bzw. Schenkungen müssen daher adäquat berücksichtigt werden. Außerdem investieren Family Offices oft in komplexe Segmente wie Unternehmensbeteiligungen, Immobilien oder auch Hedge Fonds. Family Offices brauchen also hochqualifizierte Mitarbeiter, und die sind nicht billig. Daher haben selbst Family Offices großer Familien oft nicht sehr viele Mitarbeiter.

Banken und andere Anbieter bieten Family Office Services für mehrere Familienvermögen in Form von sogenannten Multi-Family Offices an. Auch Multi-Family Offices renommierter Anbieter sind allerdings nicht immer konfliktfrei, wie vergangene Diskussionen um Sal. Oppenheim zeigen.

Es gibt durchaus gute Gründe für Family Offices, Robo-Advisors zu nutzen. Auch Family Offices sind an günstigen Geldanlagen interessiert. In der Vergangenheit wurden dafür oft

Spezialfonds für Familien aufgelegt. Selbst als sogenannte Umbrella-Konstruktionen mit separaten Teilvermögen für unterschiedliche Familienangehörige oder Investmentvorhaben haben diese Fonds einige Nachteile: Hoher Gründungsaufwand, relativ hohe laufende Kosten und vor allem hohe Mindestanlagen für Familienmitglieder, die anders als der Rest der Familie anlegen wollen. Viele der vermögenden Familien bestehen aus zahlreichen Mitgliedern mehrerer Generationen mit eigenen Vermögen außerhalb der Family Office Verwaltung und mit eigenen Zielen. Daher sind oft sehr flexible Geldanlagemöglichkeiten gefordert.

Die Performances der Kapitalanlagen von Family Offices sind für Externe nicht transparent. Es ist aber anzunehmen, dass sie auch nicht besser abschneiden als gute aktive Fondsmanager. Und selbst gute aktive Fondsmanager schlagen ihre Benchmarks dauerhaft nur sehr selten. Auch der Versuch, die besten fremden externen Geldmanager zu finden, ist aufwändig und schwierig. Vielleicht sollten sich Family Officer also auf illiquide Anlagen fokussieren und liquide Anlagen über Indexfonds umsetzen[241]. Oder sollten sich Family Officer sogar ganz auf Erbschafts- , Steuer- und philanthropische Themen fokussieren, bei denen sie wahrscheinlich mehr Wert für ihre Klienten schaffen können, als wenn sie sich selbst um die Geldanlage kümmern?

Für die liquiden Anlagen bieten sich individuelle Kombinationen von kostengünstigen ETFs zu eigenständigen Portfolios an. Allen – auch den jungen – Mitgliedern von oft geografisch weit verzweigten Familien gute persönliche Beratung zukommen zu lassen, ist gar nicht so einfach. Das wird insbesondere dann schwierig, wenn die Familienmitglieder Services außerhalb von üblichen Geschäftszeiten haben möchten oder wenn sie auch auf Reisen oder aus dem Urlaub, der nicht immer nur in Deutschland gemacht wird, Zugang zu ihren Anlagen haben wollen. Außerdem sind inzwischen Familienmitglieder aller Altersgruppen gewohnt, viel online machen zu können.

Kostengünstige Angebote mit permanentem Onlinezugriff sind aber genau die Stärke von Robo-Advisors. Was spricht also dagegen, wenn das Family Office Portfolios auch über Robo-Advisors einkauft bzw. seinen Familienmitgliedern anbietet? Als erstes muss sicherlich die Vertraulichkeit geklärt werden. Family Offices sind meist sehr öffentlichkeitsscheu und wollen die Privatsphäre ihrer Mitglieder bestmöglich schützen. Der ideale Robo-Advisor sollte also sicherstellen, dass die Daten der Anleger möglichst vertraulich behandelt werden.

Natürlich sollten die Robo-Portfolios auch attraktiv sein. Der typische Robo-Advisor bietet heute nur einige „Markowitz-optimierte“ Portfolios an, die meist nur wenige Anlagesegmente enthalten. Ausnahme ist z.B. das Bad Homburger Unternehmen Liqid, an dem das Multi-Family Office HQ Trust beteiligt ist. Liquid bietet auch Zugang zu alternativen Anlagen an.

Andere Robo-Produkte, die besonders interessant für Family Office Mitglieder sein könnten, sind „verantwortungsvolle“ Produkte. So bietet Diversifikator ESG ETF-Portfolios an, die es sonst bisher nicht in dieser Form gibt. Auch das „Alternatives“ Portfolio von Diversifikator

[241] Zu einem speziellen Anlagekonzept mit illiquidem Core und liquiden Satellites siehe Söhnholz, D. (2012): Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6..

mit Immobilien-, Infrastruktur, Forst-, sonstigen Rohstoff- und Private Equity Aktien aus der ganzen Welt könnte für „kleine“ Familienmitglieder attraktiv sein. In der nächsten Stufe sind dann möglicherweise individualisierte online ETF-Portfolios gefragt, die es in den USA schon gibt. Mit Robo-Advisors können Familienmitglieder so spielerisch und erzieherisch an Geldanlagen herangeführt werden.

Sind Robo-Advisors für Family Offices also doch kein Quatsch? Jedenfalls bin ich mit meiner Meinung nicht ganz alleine, wie eine Online-Suche mit den Stichworten „Robo“ und „Family Office“ ergibt.

ANLAGEBERATER, ROBO ADVISORS ODER MODELLPORTFOLIOS: WER WIRD GEWINNEN? (5-2018)

Meine Idealvorstellung für die Kapitalanlage: Kombination der besten Finanzplaner mit den besten Modellportfolios, den besten Unterstützungstools und den besten Depotbanken. Dabei spielen Depotbanken eine entscheidende Rolle.

Die besten Finanzplaner bzw. Anlageberater

Die besten Finanzplaner bzw. Anlageberater müssen sehr gut auf ihre Kunden eingehen. Unterschiedliche Kunden haben unterschiedliche Ansprüche und Ziele: Für relativ junge Anleger mit gutem Einkommen steht das Erreichen von Zielen wie der eigenen Wohnung, schöne Reisen, der Finanzierung attraktiver Freizeitaktivitäten und später die Kindererziehung und -ausbildung im Vordergrund. Dafür müssen auch Großrisiken wie Berufs-/Arbeitsunfähigkeit abgesichert werden. Für etwas Ältere sind eine ausreichendes Einkommen bis zum Tod, die Erbschaftsstrukturierung und die Absicherung gegen Großrisiken wie teure Krankheiten wichtiger.

Schwerpunkt ist eine individuelle Finanzplanung. Dafür müssen die besten Anlageberater über gutes Versicherungs- und Steuer-Knowhow verfügen. Man kann nicht erwarten, dass sie gleichzeitig auch die besten Portfoliomanager sind. Aber sie müssen ihren Kunden helfen, die besten Modellportfolios, Unterstützungstools und Depotbanken zu finden.

Die besten Modellportfolios

Der beste Anlageberater sollte für Kunden die jeweils besten Portfolios auswählen. Die Finanztheorie sagt, dass man allen Kunden ein optimales Portfolios aus nur zwei Bestandteilen bilden kann: Einem risikolosen Teil zur Absicherung und einem riskanten Anteil zur Renditegenerierung. Konservative Anleger erhalten dabei höhere Anteile an risikolosen Anlagen (zu dateninput- und modellabhängigen Fehlern von typischen Markowitz-Optimieren siehe z.B. „Pseudo Optimierer“ auf www.diversifikator.com).

Da risikolose Anlagen aber normalerweise nicht einmal die Inflation kompensieren, brauchen auch sehr konservative Anleger einige riskante Anlagen im Portfolio. Wenn man - so wie ich - kein sehr guter Prognostiker ist und auch keinen kennt, von dem man gute Prognosen einkaufen kann (Hinweis: Ich kenne niemanden von dem ich erwarte, dass er das künftig

besonders gut kann, siehe „Dürfen Profis prognosefrei investieren?“[242]), kann man ein prognosefreies diversifiziertes Portfolios auswählen.

Die passivste Allokation ist eine, die die Anlagen aller Anleger weltweit nachbildet (sogenanntes Weltmarktportfolio, siehe „warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt“[243]).

Alternativ könnte man naiv jeweils gleichverteilt anlegen. Dazu ist aber entscheidend, wie viele Anlageklassen man definiert und wie man diese umsetzt. 1/4 jeweils in Aktien, Anleihen, Immobilien und Rohstoffe resultiert im Zweifel in einer Übergewichtung von Rohstoffen und Immobilien und einer Untergewichtung von Aktien und Anleihen gegenüber dem Weltmarktportfolio.

Berater bzw. Anleger die meinen bzw. prognostizieren, dass eines oder mehrere dieser Anlagesegmente aktuell überbewertet sind, können die entsprechenden Anlagesegmente, zum Beispiel Anleihen, reduzieren oder weglassen, müssen dafür aber andere Segmente aufstocken.

Die besten Anlageinstrumente

Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass neben der Diversifikation auch niedrige Kosten sehr wichtig sind, um gute Anlageergebnisse zu erreichen. Gute Anlageberater empfehlen daher die Umsetzung der Portfolios mit möglichst kostengünstigen Instrumenten, typischerweise passiven diversifizierten Investmentfonds (ETFs).

Anleger, die besonderen Wert auf Nachhaltigkeit legen, können das Weltmarktportfolio mit ESG (Environment, Social, Governance) ETFs nachbilden.

Für besonders kritische Anleger, denen die oft relativ geringen ESG-Kriterien der ETF-Anbieter nicht zusagen, können eigene ESG-Portfolios gebildet werden. Besonders bei zunehmendem Einkommen bzw. Vermögen wird für Anleger oft wichtiger, was/wen sie mir ihrem Geld unterstützen. Sie möchten vielleicht besonders klimaschädliche Energieproduzenten etc. ausschließen. Deshalb werden künftig ESG Portfolios wichtiger, aus denen Anleger bzw. Berater individuelle Wertpapiere ausschließen können.

Solche Portfolios können durchaus passiv bzw. mit einfachen Regeln und kostengünstig umgesetzt werden. So hat sich vielfach eine Gleichgewichtung (s. „faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation“ [244]) mit einmaliger Rebalanzierung (s. „Rebalanzierungen“ im „Detailmenu“ auf www.diversifikator.com) pro Jahr bewährt. Und Anleger mit relativ kurzfristigem Anlagehorizont bzw. geringer Verlusttoleranz können hohe Anteile von Geldmarktanlagen beimischen und/oder einfache und bewährte Risikosteuerungssystem wie

[242] http://prof-soehnholz.com/prognosefrei-investment-fonds-philosophie-profi-fondsmanager/
[243] http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/
[244] http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/

die 200-Tage-Trendfolge nutzen (s. „einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren“[245]).

Das "Problem" ist, dass bisher keines der hier genannten Portfolios als Investmentfonds verfügbar ist. Daher ist eine Kombination der besten Berater mit den besten Modellportfolios sinnvoll. Während Investmentfonds aber typischerweise sehr effizient umgesetzt werden können und manchmal auch gutes Reporting liefern und daher die Wahl der Depotbank vor allem nach ihren Kosten erfolgen kann, ist das bei Modellportfolios nicht unbedingt so.

Die beste Depotbank

Eine effiziente Umsetzung ist vor allem bei relativ niedrigen Anlagesummen wichtig. So fallen bei einer Anlagesumme von 50.000 Euro selbst bei nur einmaligem Austausch von Portfoliobestandteilen pro Jahr und Kosten von nur 5 Euro pro Kauf oder Verkauf bei z.B. 25 Positionen im Depot 0,5% p.a. an Kosten an. Man kann Anlegergelder aber poolen, um die Kosten für Anleger zu senken. Ein solches Pooling kann nicht nur über Investmentfonds sondern auch durch sogenannte Robo Advisors oder standardisierte Vermögensverwaltungen erfolgen. Gute Depotbanken (hier immer verstanden als Kombination von Broker und Depotbank) werden daher künftig zusätzlich zu möglichst vielen günstigen Investmentfonds (ETFs) auch Robo Advisors bzw. standardisierte Vermögensverwaltungen auf Basis ausgewählter Aktien anbieten (siehe „auch mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen“ [246] und „modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt“[247]).

Die besten Depotbanken bieten zudem effiziente Neukunden-Aufnahmeprozesse („Onboarding“), regelmäßige "Reviewprozesse" (die mit MiFID II teilweise Pflicht werden), Rebalanzierungsservices und ein sehr gutes Standardreporting und zusätzliche Analysetools an (siehe z.B. „robo-tools-was-beim-kauf-zu-beachten-ist“ [248]). Um kosteneffiziente Umsetzungen von Depots zu ermöglichen, müssen zudem Bruchstücke von Wertpapieren umsetzbar sein. Anders als es heute oft der Fall ist, sollten die benutzten Tools aber möglichst wenig von den eingegebenen Daten und Modellen bzw. Optimierern abhängen (also keine "Pseudo-Optimierer" sein).

Heute sind Depotbanken meist entweder auf Selbstentscheider oder auf Anlageberater bzw. Vermögensverwalter spezialisiert. Die Begründung sind unterschiedliche Anforderungen und dass man den Beratern/Verwaltern keine Konkurrenz machen möchte.

Künftig sollten Anleger und ihre Berater aber über dieselben Informationen und grundsätzlich auch dieselben Tools verfügen können. Es wird Anleger geben, die teilweise mit Berater und teilweise alleine entscheiden werden. Spätestens wenn Berater für ihre Beratung separat vom Anleger und nicht mehr über Provisionen von Produktanbietern entlohnt werden, wobei diese Bezahlung technisch über die Depotbank abgewickelt werden kann, ist die Trennung in Berater- und Direktanleger-Depotbanken wohl nicht mehr nötig. Denn dann entfällt ein

[245] http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/
[246] http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/
[247] http://prof-soehnholz.com/modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt/
[248] http://prof-soehnholz.com/robo-tools-was-beim-kauf-zu-beachten-ist/

Service, der heute für Depotbanken noch wichtig ist: Die Provisionsvereinnahmung von Produktanbietern und die Weiterleitung an Berater, Vermittler und Verwalter. Ein Teil der Provisionen bleibt typischerweise bei der Depotbank. Es ist daher verständlich, dass Depotbanken an provisionsstarken Fonds interessiert sind und nicht alle ETFs oder Modellportfolios aus ETFs oder Einzelaktien mögen.

Die beste Kombination

Die Regulierung hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Aus Regulierungssicht steht oft der Anlegerschutz im Vordergrund. Regulierung ist aber mit Kosten verbunden, die letztendlich wieder vom Anleger getragen werden. Zu viel Regulierung schadet Anlegern daher vielleicht sogar.

Für den einzelnen Anleger kann es von Vorteil sein, wenn er insgesamt möglichst geringe Regulierungskosten tragen muss. Das kann dazu führen, dass er nur einen voll regulierten Anbieter wählt, der Anlageberatung, Portfoliostrategie und Umsetzung bzw. Depotbank aus einer Hand anbietet. Es ist aber sehr unwahrscheinlich, dass dieser Anbieter bei allen Services zu den besten gehört.

Die tendenziell höchsten Regulierungskosten hat ein Anleger in dem theoretischen Fall zu tragen, in dem er einen regulierten individuellen Vermögensverwalter nutzt, der unabhängig regulierte Investmentfonds einsetzt, die mit Hilfe eines unabhängig regulierten Robo-Advisors bei einer unabhängig regulierten Depotbank umgesetzt werden.

Alternativ kann der Anbieter einen Anlageberater bzw. einen (t.w. weniger regulierten) Finanzplaner nutzen, der neben der Finanzplanung nur Vermögensverwaltungen vermittelt (diese Vermittlung ist regulierungsfrei) anstatt sie selbst umzusetzen. Der Berater bzw. Finanzplaner kann gute und günstige Multi-Asset Fonds (die sind aber selten), gute Robo-Advisors oder standardisierte Vermögensverwaltungen mit günstigen Modellportfolios von guten Portfoliostrategen für seine Kunden suchen. Außerdem kann der Berater/Finanzplaner eine gute Depotbank suchen.

Die beste Kombination kann aus Anlegersicht eine von unabhängigen Finanzplanern mit günstigen Modellportfolios sein, die standardisiert von exzellenten Depotbanken umgesetzt werden. Unabhängige und eigenständig regulierte Robo-Advisors sind in diesem Szenario nicht unbedingt nötig, da die Robo-Services von der Depotbank angeboten werden können.

In diesem Szenario zahlt der Anleger nur die Regulierungskosten der Finanzplaner und der Depotbanken. Depotbanken sind meist sowieso auf Massengeschäft ausgelegt und haben daher relativ niedrige Regulierungskosten pro Anleger.

Allerdings kann es für Anleger aus Haftungsgründen attraktiv sein, entweder mit regulierten Finanzberatern/Vermögensverwaltern oder regulierten Robo-Advisors (siehe „robo-advisors-lieber-mehr-transparenz-als-mehr-regulierung“ [249]) zusammen zu arbeiten. Im Falle von

[249] http://prof-soehnholz.com/robo-advisors-lieber-mehr-transparenz-als-mehr-regulierung/

nachgewiesener Fehlberatung, die allerdings oft schwer beweisbar ist, sind diese in der Haftung.

Bei einer Kombination eines Finanzplaners mit einer Depotbank, selbst wenn die Depotbank standardisierte Modellportfolios anbieten, ist der Anleger dagegen meist ein "Selbstberater", da Depotbanken zwar Robo-Tools anbieten (werden), aber die Beratungshaftung nicht übernehmen möchten.

Alternative Optionen

Finanzplaner können sich auch regulieren lassen und auch selbst Vermögensverwaltungsservices über automatisch angebundene Depotbanken anbieten. Das hat den Vorteil für den Kunden, nur einmal ein sogenanntes Onboarding mit Geeignetheitsprüfung machen zu müssen und nicht noch einmal bei der Depotbank. Der Nachteil neben den zusätzlichen Regulierungskosten ist, dass die Empfehlungen des Finanzberaters dadurch beschränkt sein können, was er selbst verwalten kann/will und mit welcher Depotbank er Umsetzungsverträge hat. Dabei wird nicht unbedingt immer das beste Modellportfolio oder die beste Depotbank für den Kunden herauskommen.

Und wenn ein Kunde mehr als einen Berater hat, resultiert dieses Modell oft in mehr als einer Depotbankverbindung. Allerdings kann auch der Kunde aus anderen Gründen mehr als eine Depotbank nutzen. Durch eine grundsätzlich mögliche sogenannte Depot(informations)aggregation kann dieser Nachteil aber reduziert werden. Dabei hängt die Qualität der aggregierten Informationen von der „schlechtesten“ Depotbank ab.

ETF-Anbieter werden für Anleger, die keine so speziellen Wünsche wie harte ESG-Ausschlüsse haben, selbst Modellportfolios, Robo Advisors und vielleicht, wie Vanguard und Charles Schwab in den USA, auch persönliche Anlageberatung oder sogar Depotservices anbieten. Damit werden sie für aktive Portfoliomanager zu einer noch stärkeren Bedrohung, als sie es heute schon sind.

In den USA gibt es außerdem Projekte, die Anlegern online die Auswahl von Beratern und sowohl Anlegern als auch Beratern eine sehr breite Auswahl von Modellportfolios, Tools und sogar Depotbanken ermöglichen wollen. Ich bin aber skeptisch, ob so komplexe „Plattform-Plattformen“ effizient funktionieren werden.

Gute Finanzplaner in Kombination mit guten Modellportfolios, guten Tools und guten Depotbanken können also eine sehr gute Lösung für Anleger sein und müssen insgesamt nicht teuer sein. So können Modellportfolios mit Einzelwertpapieren zu Konditionen angeboten werden, wie sie heute für ETFs verlangt werden.

Gute Finanzprognosen traue ich mir nicht zu, andere Prognosen schon eher: Für klassische aktive Portfoliomanager, reine Fondsvermittler, Vermittlerpools sowie Stand-Alone Robo-Advisors habe ich keine besonders hohen Wachstumserwartungen. Finanzplanern, Vermittlern von standardisierten Vermögensverwaltungen, ETF-Anbietern und Depotbanken sowie Haftungsdächern traue ich jedoch ein sehr gutes Wachstum zu. Damit werde ich aber möglicherweise falsch liegen, wenn man aktuellen Erwartungen für die

Assetmanagementbranche glaubt (s. Studie [250]). Wahrscheinlich muss es aber erst ein Provisionsverbot wie in Großbritannien und den Niederlanden geben, bevor die von mir erwartete Entwicklung eintritt (siehe „harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu“[251]).

AKTIV-TRADITIONELL-OFFLINE ÄNDERT SICH IN PASSIV-ESG-ONLINE KAPITALANLAGEN (4-2018)

Anlageberatung wird sich künftig erheblich ändern müssen: Die ersten Auswirkungen von MiFID II werden deutlich. Unter anderem werden die Mindestanlagesummen für individuelle Beratungen und Vermögensverwaltungen angehoben. Für kleinere Anlagebeträge gibt es vermehrt standardisierte Online-Angebote (Robo Advisors). Diese arbeiten überwiegend mit relativ günstigen "passiven" ETFs.

Experten reden außerdem schon über eine Aktualisierung von MiFID II mit Fokus auf verantwortungsvolle Kapitalanlagen (siehe hier [252]). Bisher werden erst wenige verantwortungsvolle (ESG Environment, Social, Governance) Kapitalanlagen angebotenen (siehe VfU[253]). Die „grüne Welle“ aus dem Lebensmittel- und sonstigen Einzelhandel ist noch nicht auf die Geldanlage übergeschwappt.

Vielleicht kommt aber bald der erste traditionelle Anbieter mit einem überzeugenden günstigen (passiven) ESG-Online Angebot an den Markt. Die Voraussetzungen dafür sind da.

Man kann den Prozess der Geldanlageberatung in einzelne Schritte aufteilen. Die einzelnen Schritte lassen sich unterschiedlich gut standardisieren bzw. digitalisieren. Was mit überschaubarem Aufwand digitalisierbar ist, wird künftig auch digitalisiert werden.

Anbei folgen einige Thesen anhand der unterschiedlichen Schritte:

Finanzplanung kann ziemlich komplex werden

Schon die umfassende Erfassung von aktuellen und künftig erwarteten Vermögenswerten und Verpflichtungen bereitet vielen Anlegern Schwierigkeiten. Viele Anleger wollen diese Daten aber auch gar nicht gegenüber Dritten offenlegen, zumal eine umfassende Transparenz auch sensible Themen wie Gesundheitsvorsorge, Familienplanung und Erbschaftspläne umfassen sollte. Vertrauenspersonen dürften dabei aber mehr Chancen für eine Offenlegung haben als „Online-Berater“. Vielleicht haben Online-Finanzplaner von Hausbanken aber eine Chance, die Daten zu erhalten.

---

[250] https://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/asset-manager-rechnen-mit-wachstum-doch-auch-mit-disruption.html

[251] http://prof-soehnholz.com/harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu/

[252] http://prof-soehnholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/

[253] https://vfu.de/acl_users/credentials_cookie_auth/require_login?came_from=https%3A//vfu.de/veranstaltungen/vergangene-veranstaltungen/webtalks/was-der-kunde-nicht-weiss-macht-ihn-nicht-heiss-vertrieb-nachhaltiger-kapitalanlagen-aus-privatkundensicht201d

„Einfache“ Anleger mit wenig Vermögen, wenigen aber dafür sehr konkreten Anlagezielen und wenigen Verpflichtungen sind relativ einfach zu planen. Goals-Based Planung kann aber auch zu schlechten Assen Allokationen führen (siehe hier[254]).

Fazit: Für eher unattraktive Kleinanleger meist einfach. Online Unterstützung ist hilfreich aber eine umfassende Finanzplanung ist für viele Anleger schlecht komplett automatisierbar.

Steuerplanung

Während diese bei Kleinanlegern aufgrund des deutschen Steuerrechts schon nicht einfach ist, wird die Steuerberatung bei umfassenden und komplexen Vermögen und Verpflichtungen schnell sehr schwierig.

Fazit: Online-Unterstützung ist hilfreich aber schlecht vollständig automatisierbar.

Verteilung der Geldanlage auf verschiedene Anlagekassen (Asset Allokation)

Grundsätzlich könnte die Asset Allokation relativ einfach sein. Die klassische Theorie besagt, dass Anleger - je nach Risikoneigung - eine Renditekomponente mit einer risikolosen Geldanlage mischen sollten. Allerdings ist unklar, wie genau eine Renditekomponente und wie eine risikolose Anlage beschaffen sein sollen und auch, wie man das Risiko von Anlegern korrekt misst. Meine Firma Diversifikator hat dafür eine einfach automatisierbare Lösung entwickelt, die ein most-passive Weltmarktportfolio, Cash und die Verlusttoleranz von Anlegern nutzt (siehe www.diversifikator.com).

Fast alle anderen Anbieter am Markt messen die Verlusttoleranz von Anlegern aber mit Schwankungsmaßen (Volatilität), nutzen Prognosen unterschiedlichster Marktsegmente zur Bestimmung angeblich optimaler Renditeportfolios und mischen Anleihen als angeblich risikolose Komponente hinzu. Dieses Vorgehen kann man zwar auch automatisieren, allerdings ergeben sich abhängig von Dateninputs und Modellen sehr unterschiedliche „pseudo-optimale“ Assetallokationen für Anleger, die für Anleger und Berater kaum nachvollziehbar sind.

Fazit: Grundsätzlich einfach zu automatisieren aber offenbar schwer, gut (robust) zu automatisieren.

Managerselektion

Üblicherweise wird davon ausgegangen, dass die Geldanlagen auch aktiv gemanagt werden müssen. Dafür müssen die besten Manager gefunden werden. Auch das kann automatisiert werden. Meist werden statt Managern aber Investmentfonds selektiert, womit illiquide Anlagen ausgeklammert werden. Als Selektionskriterium wird oft vor allem nach guter vergangener Rendite gesucht. Gute Manager der Vergangenheit sind aber nur selten auch in der Zukunft überdurchschnittlich gut.

[254] http://prof-soehnholz.com/fuehrt-goal-based-investing-zu-niedrigeren-aktienanlagen-und-besseren-beratungsergebnissen/

Fazit: Grundsätzlich einfach zu automatisieren aber offenbar schwer, gut zu automatisieren.

Alternativ: ETF-Selektion

Für liquide Anlageklassen stehen inzwischen viele kostengünstige regelgebundene (passive) Anlagestrategien in Form von ETFs (Exchange Traded Fonds) zur Verfügung. Die ETF-Selektion ist recht einfach zu automatisieren. Idealerweise müsste man ETFs nehmen, die die gewünschte Anlageklasse möglichst breit abdecken und die eine möglichst geringe negative Tracking Differenz zum genutzten Index aufweisen. In der Praxis werden ETFs aber vor allem nach niedrigen ausgewiesenen Kosten aber auch Alter und Größe bzw. Liquidität selektiert. Für Langfristanleger sind diese Kriterien aber kaum relevant.

Fazit: Grundsätzlich einfach gut zu automatisieren aber offenbar selten gut automatisiert.

Alternativ: Selektion sonstiger Investments/Wertpapiere

Berater, die keine kapitalgewichteten Indizes mögen, weil in diesen die besten Performer der Vergangenheit bzw. bei Anleihen die größten Schuldner am höchsten gewichtet werden, finden bisher nur wenige kostengünstige Fonds (ETFs) mit anderen Gewichtungen. So wird selbst die einfachste Alternative, nämlich gleichgewichtete ETFs, nur für wenige Marktsegmente angeboten.

Nachhaltige Anlagen haben keine Nachteile gegenüber traditionellen Anlagen (siehe z.B. hier [255]). Spätestens mit der Umsetzung der geplanten EU Regulierung zur Förderung nachhaltiger Geldanlagen werden Angebote nachhaltige Anlagen stärker nachgefragt werden. Bisher gibt es aber nur wenige nachhaltige ETFs. Und nachhaltig orientierte Anleger haben oft Kriterien, die nicht exakt denen von ETF-Abietern entsprechen.

Wenn Berater alternative Gewichtungen oder ESG-Anlagen empfehlen wollen, müssen sie auf Einzeltitel oder aktive Fonds ausweichen. Bisher gibt es nur wenige Einzeltitelbasierte Onlineangebote (Robo-Advisors), aber das Angebot nimmt zu.

Fazit: Alternative Gewichtungen und konsequente ESG Anlagen sind grundsätzlich zwar automatisierbar, aber sie werden bisher noch nicht bzw. sehr selten günstig online angeboten.

Risikomanagement

Langfristanleger brauchen normalerweise kein aktives Risikomanagement für ihre Portfolios. Risikomanagement kostet langfristig typischerweise einenTeil der Rendite. Falls Anleger aber trotzdem ein solches Risikomanagement haben wollen, wird es ihnen bisher oft in Form von relativ teurem "aktiven" Portfoliomanagement verkauft.

[255] http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/

Die Beratung eines Anlegers im Hinblick auf die Auswirkungen unterschiedlicher Risikomanagementsysteme ist sehr aufwändig. Ein regelgebundenes kann im Gegensatz zu einem managerabhängigen Risikomanagement aber meist effizient automatisiert werden.

Fazit: Regelgebundenes Risikomanagement kostet Rendite, kann aber einfach automatisiert werden, sofern nicht unterschiedliche Systeme verglichen werden müssen.

Nachhaltigkeitkeitsberatung

Der Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums der EU sieht vor, dass Anleger künftig befragt werden sollen, ob sie nachhaltige Kapitalanlagen haben wollen. Man kann davon ausgehen, dass viele Anleger sich zu dem Thema beraten lassen wollen. Bisher findet eine solche Beratung nur bei Spezialanbietern statt. Grundsätzlich kann man eine Beratung zu nachhaltigen Kapitalanlagen relativ einfach automatisieren. Allerdings werden Anleger wohl sehr differenzierte Anlagewünsche entwickeln. Diese können heute von kaum einem Anbieter erfüllt werden.

Fazit: Eine (Teil-)Automatisierung ist möglich, wird aber bisher nicht angeboten.

Laufende Beratung

Schon die jetzige (MiFID II) Regulierung verlangt bei jeder Portfolioänderung eine umfassende Beratung von Anlegern, es sei denn, der Anleger hat einen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen, der dem Verwalter weitgehende Vollmachten gibt.

Künftig werden Anleger von kleineren Anlagesummen daher weniger individuelle Beratung und mehr standardisierte (regelgebundene) Vermögensverwaltungen angeboten werden. Die Vermittlung von Vermögensverwaltungsverträgen ist regulierungsfrei. Man kann daher erwarten, dass einige heutige Berater künftig weniger beraten und dafür mehr Vermögensverwaltungen vermitteln werden.

Das kann, muss aber nicht unbedingt zu höheren Kosten oder zu schlechteren Anlageergebnissen für Anleger führen. Standardisierte Vermögensverwaltungen sind jedenfalls besser zu automatisieren als individuelle Beratungen. Aber persönliche Beratung wird weiter richtig sein, und sei es nur, um automatisierte Angebote zu begleiten. Dabei dürfte vor allem Behavioral Coaching wichtig sein, also die Bewahrung von Anlegern vor typischen Anlegerfehlern.

Fazit: Zurückgehende individuelle Beratung und zunehmende standardisierte Vermögensverwaltung führt zu besseren Automatisierungsmöglichkeiten.

Zusammenfassung

Geld und finanzielle Sicherheit haben eine sehr hohe Bedeutung für Anleger. Bisher wurde Anlegern erklärt, dass Geldanlage sehr komplex ist. Die zunehmende Regulierung erhöht den

Beratungsaufwand. Künftig werden sich Mindestanlagesummen, ab denen persönliche Beratung angeboten wird, daher weiter erhöhen.

Anbieter wollen ihre Kosten senken und Anleger wollen möglichst objektiv beraten werden. Beides ist oft nur mit Technikunterstützung möglich. Zusätzlich werden Anleger aber auch weiterhin persönliche Beratung verlangen, auch wenn es nur einzelne Elemente des Geldanlageprozesses betrifft, insbesondere die schwer zu automatisierbaren wie Finanzplanung und Steuerberatung und Behavioral Coaching.

Anleger, die nur relativ geringe Beträge anlegen wollen, werden ohne massive Technikunterstützung gar nicht mehr beraten werden können und sich vor allem auf Selbstberatung bzw. kostenlose bzw. kostengünstige (Online)Quellen verlassen müssen.

Insgesamt wird das zu mehr regelgebunden Investments führen. Es gibt einige sogenannte Robo-Advisors, die mehrere der o.g. Funktionen anbieten und das auch günstig tun. Bisher haben sie aber nur wenige Kunden. Voll-automatisierte Stand-alone Robo-Advisors werden es auch künftig schwer haben. Das gilt aber mittelfristig auch für Stand-alone Offline-Anbieter (siehe z.B. hier[256]).

Bisher wurden Anlegern von Geldanlageanbietern fast ausschließlich aktive (=teure) Anlagelösungen angeboten. Traditionelle Anbieter haben zudem kaum nachhaltige (ESG) Anlagelösungen oder -Beratungskompetenz. Traditionelle Anbieter können (und wollen) ihr Kerngeschäft aber kaum schnell von aktiv-traditionell-online auf passiv-ESG-online umstellen.

Aber es gibt einen Ausweg: Zusätzlich zu ihren aktiv-offline-traditionellen Angeboten können sie online passive ESG Lösungen anbieten. Wenn sie dazu auch Aufklärung/Beratung liefern, müssen das keine Discountangebote sein.

Ich bin gespannt, wann der erste Anbieter eine solche konsequente Lösung offerieren wird. Bisher ist mir kein solches Angebot bekannt.

Deutsche Robo Advisors werden sich stark verändern (8-2018)

Hinweis: Dieser Beitrag ist in ähnlicher Form zuerst auf www.roboadvisor-portal.com erschienen.

Selbst in den USA haben bisher nur sehr wenige unabhängige Robo Advisors in nennenswertem Umfang Anlagegelder akquiriert. Und auch die großen Robo Advisors wie Betterment und Wealthfront sind wohl noch lange nicht profitabel. Etliche Robo Advisors sind auch schon wieder vom Markt verschwunden.

Mehrere ETF-Anbieter und zunehmend auch traditionelle Geldanlageanbieter nutzen inzwischen Robo Advisors, um ihre Produkte noch besser zu verkaufen. In den USA sind die

[256] http://prof-soehnholz.com/kooperation-von-banken-und-beratern-mit-robo-advisors/

abhängigen und hybriden Robo Advisors (siehe https://www.roboadvisor-portal.com/roboadvice-hybride-geldanlage-angebote-im-vorteil/), d.h. die, die auch persönliche Beratung anbieten, von Vanguard und Charles Schwab mit Abstand am erfolgreichsten.

Die Kritik der deutschen Verbraucherzentralen (siehe https://www.roboadvisor-portal.com/mehr-transparenzz-bei-robo-advisor-angeboten-gefordert/) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht[257] wird sicher zu Veränderungen deutscher Robo Advisors führen.

11 Thesen zur Zukunft deutscher Robo Advisors

1) Robo Advisor Services werden weiter zunehmen, vor allem durch traditionelle Anbieter, also Banken, Vermögensverwalter und Assetmanager (Fondsanbieter).
2) Für kleine Anlagesummen werden zunehmend Robo Advisors eingesetzt, da sich für diese keine persönliche Beratung lohnt. Aber auch vermögenden Anlegern werden zunehmend mehr Online Services angeboten. Der Hauptgrund: Durch die Nutzung von Robo Advisor Tools können Verwaltungs- und Vertriebskosten gegenüber Offline-Angeboten gesenkt werden.
3) Banken und Vermögensverwalter werden neben beratungsfreien Robo Advisors für kleine Anlagebeträge auch hybride Konzepte inklusive (Online-)Beratung für größere Anlagesummen anbieten, da Anleger nicht auf persönliche Beratung verzichten möchten. Der Schwerpunkt der Beratung wird sich vom Portfoliomanagement, mit dem nur sehr schwer Outperformance zu generieren ist, auf die Finanz- und Steuerplanung verschieben.
4) Robo Advisors werden ihre Algorithmen offen legen müssen (siehe BaFin Quelle oben). So wird deutlich werden, dass die Algorithmen sehr stark von Eingabedaten abhängen, vor allem Prognosen von Renditen, Risiken und Abhängigkeiten/Korrelationen. Die Prognosen und Modelle werden Anlegern kaum plausibel zu erklären sein (siehe http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/). Der Trend wird daher zu einfachen und robusteren Geldanlageregeln führen.
5) Online-Services wie wie Social Trading (wie Wikifolio) werden für langfristig orientierte Kapitalanleger - im Gegensatz zu „Tradern“ - keine große Rolle spielen.
6) Robo Advisors bieten heute ETF-Portfolios (aus meist günstigen und diversifizierten Exchange Traded Funds), Portfolios von aktiven Fonds aber auch schon „aktiv gemanagte“ Portfolios aus einzelnen Aktien an. Ich gehe davon aus, dass aktive Fonds und aktive gemanagte Aktienportfolios aus Kosten- und Renditegründen (kaum Outperformancepotential) keine große Zukunft haben. Solange aber noch

[257] Felix Hufeld: Aufsicht und Regulierung in Zeiten von Big Data und künstlicher Intelligenz, in: BaFin Perspektiven Ausgabe 172018 vom 1.8.2018, z.B. S. 12, „Jeder einzelne Algorithmus muss aber, genau wie jeder einzelne Mitarbeiter eines Unternehmens, Teil der ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation sein. Seine Entscheidungen müssen also innerhalb des Unternehmens und für Dritte nachvollziehbar und damit überprüfbar sein – vor allem dann, wenn sie zentrale und damit risikobehaftete Entscheidungen treffen beziehungsweise diese zumindest vorbereiten.“

Vertriebsprovisionen für solche Angebote genommen werden dürfen, werden sie weiter angeboten, weil sie für Anbieter sehr lukrativ sein können.

7) Aus diesen Gründen aber auch wegen der Aufsichtsanforderungen an Transparenz werden maschinelles Lernen und Künstliche Intelligenz keine große Rolle für Robo Advisors spielen. Solche Angebote sind zwar konzeptionell interessant, aber es gibt selbst bei professionellen Tradern wie Hedgefonds kaum dauerhaft gut performende Angebote, die attraktiv für Langfristanleger sind. Big Data wird eine große Rolle für die Vermarktung von Robo Services spielen, allerdings kaum für die Portfoliobildung.
8) Bisher bieten Banken und Vermögensverwalter privaten Anlegern in Deutschland nur sehr selten aktiv ETFs an. Ich gehe davon aus, dass sich das auch durch zunehmende Popularität von ETF-basierten Robo Advisors ändern wird. Wenn es nicht zu zunehmenden ETF-Angeboten traditioneller Anbieter kommt, wird es zu einem Provisionsverbot kommen (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu/). Spätestens nach einem Provisionsverbot werden auch traditionelle Anbieter vermehrt ETFs anbieten und spätestens dann auch eigene Robo Advisors anbieten.
9) Bisher bieten Banken und Vermögensverwalter privaten Anlegern in Deutschland nur selten nachhaltige bzw. verantwortungsvolle Fonds an. Ich gehe davon aus, dass sich das auch durch zunehmende Angebote von nachhaltigen Fonds durch Robo Advisors (siehe siehe auch https://www.roboadvisor-portal.com/robo-advisor-nachhaltige-geldanlage-haelt-einzug/) ändern wird. Spätestens wenn Regulierer fordern, dass Anleger gefragt werden müssen, ob sie nachhaltig investieren wollen (was von der EU geplant ist), werden auch traditionelle Anbieter vermehrt nachhaltige Fonds anbieten.
10) Die ersten Robo Advisors in den USA bieten inzwischen passive Aktienportfolios an, die keine ETFs sondern direkte Wertpapieranlagen nutzen. Das wird als Direct Indexing bezeichnet. Dafür gibt es in den USA Steuergründe. Ich gehe davon aus, dass auch in Deutschland solche Portfolios angeboten werden. Neben steuerlichen Gründen erwarte ich, dass Anleger solche Portfolios als kostengünstige und diversifizierte Basis für verantwortungsvolle Portfolios nutzen werden.
11) Es werden nur sehr wenige unabhängige Anbieter überleben. Das bringt aber kaum Verlustrisiken für Anleger mit sich, weil die unabhängigen Robo Advisors entweder von traditionellen Anbietern übernommen und fortgeführt werden oder weil die Anlagen in sicheren ETFs/Fonds oder bei sicheren Banken liegen.

Zusammenfassung: 3 Typen von Robo Advisors

Ich erwarte, dass sich drei Typen von Robo Advisors etablieren werden, allerdings in der Regel als von Banken und Vermögensverwaltern abhängige Einheiten (siehe auch http://prof-soehnholz.com/anlageberater-robo-advisors-oder-modellportfolios-wer-wird-gewinnen/) und überwiegend mit zusätzlicher persönlicher (Online-)Beratung:

a) Einfachkonzepte für kleine Anlagesummen wie Easyfolio, die auf wenige regelbasierte (nicht-optimierte) ETF-Portfolios setzen.

b) Vertriebsplattformen, die aktive Fonds oder aktive Anlagestrategien ihrer Sponsoren online vermarkten oder die eigene ETFs vermarkten wie Vanguard und Charles Schwab.

c) Spezialplattformen, die passive Einzeltitelportfolios („Direct Indexing“) und/oder umfassende ETF-Auswahlmöglichkeiten mit umfassenden Personalisierungsmöglichkeiten anbieten, auch mit Schwerpunkt auf verantwortungsvolle Geldanlagen (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/aktiv-traditionell-offline-aendert-sich-in-passiv-esg-online-kapitalanlagen/).

VON US ROBO-ADVISORS KÖNNEN WIR VIEL LERNEN (9-2018) [258]

Dieser Beitrag beruht auf dem "Robo-Advisor Upgrade"[259], der in der Juni Ausgabe des „Financial Services Observers“ von Morningstar publiziert wurde. Hier stelle ich Thesen dazu auf, welche Entwicklungen der US Robo-Advisors sich in Deutschland wiederholen können und welche nicht.

Takeaway 1) „Robo-advisor … have failed to disrupt investment services incumbents and are still unprofitable. Many have sold themselves to established firms after realizing they can't count on investors giving them money.“

Meine Meinung: Auch in Deutschland gibt es keine Disruption und keine profitablen endkundenorientierten (B2C) Robo-Advisors. „Abwicklungen“ und Verkäufe wie Easyfolio an Hauck und Aufhäuser sind bisher noch sehr selten. Mehrere der zahlreichen unabhängigen B2C Robo-Advisors werden wieder vom Markt verschwinden, da etablierte Finanzdienstleister lieber eigene Robo-Advisors aufbauen werden als welche zu kaufen. Dabei können ihnen viel schneller profitabel werdende B2B Anbietern wie United Signals, Fincite, Elinvar und Weadvise helfen.

Takeaway 2) „New robo-advisor business models and strategies influencing the key profitability determinants of client acquisition costs, ongoing operating costs, and revenue yield on client assets give us confidence that select robo-advisors will be profitable.“

Meine Meinung: Ich bin sehr skeptisch, ob es mehr als einem unabhängigen deutschen B2C Robo-Advisor gelingen wird, profitabel zu werden. Auch der Marktführer Scalable wächst vor allem durch die Kooperation mit ING. Andere potentielle leistungsfähige Robo-Kooperationspartner haben aber schon eigene oder werden noch eigene Robo-Advisors starten, so dass sie keine B2C Kooperationspartner brauchen.

Takeaway 3) „Moaty financial services firms, like Charles Schwab and Vanguard, have leapfrogged early robo-advisors with their digital advice offerings.“

Meine Meinung: Die - allerdings noch recht jungen - Robo-Advisors traditioneller Finanzdienstleister sind in Deutschland bisher noch nicht erfolgreich. Das liegt an den inhaltlich meist wenig innovativen Angeboten, den oft hohen Gebühren und/oder an der Angst vor Kannibalisierungen des traditionellen Geschäftes (siehe dazu Charles Schwab Beispiel auf S. 18ff). Wenn sie wollten, könnten traditionelle deutsche Anbieter allerdings attraktive Robo-Advisor-Services anbieten. Besonders für ETF-Anbieter und auf Privatkunden ausgerichtete Depotbanken und Broker können eigene Robo-Advisors lukrativ

[258] Dieser Beitrag ist in ähnlicher Form erstmals am 10.9.2018 auf www.boerseneinmaleins.de erschienen.
[259] https://www.morningstar.com/lp/robo-advisor-upgrade

sein. Das gilt auch für Vermögensverwalter, die bisher noch nicht viel Geschäft in Deutschland machen.

Takeaway 4) „Robo-advisors have three life-or-death choices: grow slowly and hope investors keep funding them, partner with an established financial services firm, or grow quickly with high-cost advertising.“

Meine Meinung: Ich bin sehr skeptisch, ob es unabhängigen Robo-Advisors gelingen wird, zusätzliches Kapital zu akquirieren. Auch Partnering sehe ich kritisch: Potentielle große Vertriebspartner haben bereits eigene Robo-Advisors oder können schnell und günstig eigene Rob-Advisors etablieren. Und für selbstständiges starkes Wachstum fehlt es unabhängigen deutschen Robo-Advisors an Kapital.

Takeaway 5) „According to PitchBook Data, Betterment and Wealthfront have both raised capital in the last year. We reasonably conclude that they've eaten through $100 million-$200 million of capital to reach $10 billion of client assets.“

Meine Meinung: Selbst wenn man annimmt, dass man in Deutschland weniger Kapital braucht, wird es vermutlich nur einem unabhängigen Robo-Advisor gelingen, genug Kapital bis zur Profitabilität zu akquirieren.

Takeaway 6) „We still assess that advertising cost per account acquisition at robo-advisors is approximately $300 per gross new account and $1,000 per net new account. At their presumably low operating margin after they become profitable, the payback period on advertising costs can be more than a decade.“

Meine Meinung: Die deutschen Kundenakquisitionskosten unterscheiden sich vermutlich nicht stark von den amerikanischen. Die deutschen Preise für Robo-Services sind zwar erheblich höher als in den USA, allerdings ergibt sich Umsatz aus Preis*Menge und bei hohen Preisen kann man keinen hohen Absatz erwarten, so dass auch in Deutschland mit vielen Jahren ohne Profit gerechnet werden muss.

Takeaway 7) „Robo-advisors can use four strategies to lower their cost of client asset acquisition, but each has drawbacks: Advertising, 3rd party partnering, cross-sell to existing customers, lead generation product, higher account balance.“

Meine Meinung: Effiziente Werbung ist sehr teuer. Wenn es nicht gelingt, einzelne der zahlreichen Sparkassen oder Volks- und Raiffeisenbanken als Kunden zu gewinnen, gibt es nur relativ wenige geeignete Vertriebspartner, die vermutlich zudem eine hohe Kompensation für ihre Partnerschaft verlangen. Cross-Selling und der Verkauf von Lead Generation Products sind wenig erfolgversprechend, weil deutsche Robo-Advisors nur wenige Bestandskunden haben und neue Produkte im Wettbewerb zu sehr vielen traditionellen Produktangeboten stehen.

Takeaway 8) „Robo-advisors need to build a high-operating-leverage business model to be profitable. We believe digital advice firms will spur growth in salaried financial consultants … to produce operating leverage."

Meine Meinung: Auch in Deutschland setzt sich die Erkenntnis durch, dass hybriden Angeboten[260], also die Kombination von Robo-Advisors mit persönlicher Beratung, die Zukunft gehört. Unabhängige deutsche Robo-Advisors werden sich eigene Berater aber kaum leisten können. Eher werden Banken und unabhängige Berater und Vermögensverwalter zusätzlich Robo-Advice anbieten, um Neukunden zu akquirieren und Bestandskunden zu halten.

Takeaway 9) „Expanded service offerings and higher revenue yields dramatically reduce the operating expense ratio and client asset hurdles to reach the goal of profitability. We estimate the break-even point for robo- advisors that sustain a 50-basis-point revenue yield could be $15 billion-$25 billion of client assets, 38%- 63% lower than the break-even point for a robo-advisor that charges 25 basis points."

Meine Meinung: Selbst wenn man annimmt, dass deutsche Robo-Advisors 75 Basispunkte einnehmen, läge der Break-Even wohl immer noch erheblich über 5 Milliarden Anlagevermögen. Davon ist auch der aktuelle deutsche Marktführer noch weit entfernt.

Takeaway 10) „Four revenue-enhancing strategies at robo-advisors are charging more, upselling clients from a robo- advisor product to a digital advice offering, cross-selling additional products and services, and utilizing proprietary products in investment portfolios."

Meine Meinung: Manche US Robo-Advisors haben zwar ihre Preise erhöht, in Deutschland werden die derzeit hohen Robo-Advice Preise aber eher sinken. Und wie oben gesagt: Von unabhängigen Anbietern wird kaum eigene individuelle Beratung angeboten werden können und das Potential für Cross-Selling oder proprietäre Produkte ist sehr gering.

Weitere „deutsche" Anmerkungen zu dem Morningstar Report:

A) Wenig erfolgreiche Akquisitionen

Der Morningstarreport nennt auf Seite 10 vier große Käufe von US Robo-Advisors durch traditionelle Anbieter: Learnvest durch Northwestern Mutual, FutureAdvisor durch BlackRock, Jemstep durch Invesco und RobustWealth durch Principal Financial Group. Meines Wissens hat keine dieser Akquisitionen bisher zu nennenswerten Erfolgen geführt. Auch Easyfolio scheint seit dem Kauf durch Hauck und Aufhäuser nicht besonders stark gewachsen zu sein.

Über das Schicksal der Dutzenden von anderen in den letzten Jahren gestarteten US Robo-Advisors wird im Report nichts geschrieben. Es ist zu vermuten, dass die meisten von diesen

[260] http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/

Startups inzwischen ihr Geschäft eingestellt haben oder billig an kleinere traditionelle Anbieter verkauft wurden.

B) Erweiterungen der Angebotspaletten sind für deutsche Robo-Advisors wenig attraktiv

Schwab und Vanguard haben hohe Einnahmen durch den Verkauf eigene etablierter Produkte und Wealthfront versucht das mit einem neuen Produkt (S. 5). Das Risk-Parity Produkt von Wealthfront ist auf viel Kritik gestoßen und wird jetzt mit einer recht geringen Marge angeboten. In Deutschland versuchen die Sparkassen eigene Produkte und die Volks- und Raiffeisenbanken versuchen provisionshaltige Fremdprodukte über hauseigene Robo-Advisors zu verkaufen. Damit wird bewußt auf „niedrige Preise" als einen der wesentlichen Vorteile von Robo-Advisors verzichtet. Der unabhängige Anbieter Moneymeets geht mit dem Verkauf provisionsreduzierter Fremdfonds einen etwas anderen Weg, ist aber so immer noch teurer als online ETF-Anbieter. Ich bin daher skeptisch, ob einer dieser Wege zum Erfolg führt.

Schwab und Wealthfront haben zudem dadurch Einnahmen, das Anleger geringe bzw. keine Zinsen auf ihre nicht angelegten Einlagen erhalten (S. 5). Da in Deutschland solche Einlagen durch Negativzinsen Geld kosten, ist das keine attraktive Idee für deutsche Anbieter.

In Deutschland sehe ich auch für das Angebot von kostenpflichtigen Krediten durch Robo-Advisors zur Steigerung der Anlagevolumina und Tax-Loss Harvesting Services nur wenig Potential. Deutsche Robo-Advisors können zwar zusätzliche automatisierte Services wie Kontoaggregation und Finanzplanung (siehe auch Report S. 29) anbieten, aber auch das benötigt erst einmal Investments, die nur schwer zu beschaffen sind. Ausnahme: Das provisionsträchtige Private Equity Angebot von Liqid scheint erfolgreich zu sein.

Schwab und Betterment sind bisher die einzigen US Robo-Advisors mit Einnahmen durch persönliche Beratung (S. 5). In Deutschland versucht das bisher meines Wissens nur Quirion.

Potential sehe ich eher bei zusätzlichen Online Angeboten durch traditionelle Anbieter wie Finanzplanungs-Services aber auch bei einige wenigen ganz neuen Produkten: Meine Firma Diversifikator hat etliche regelbasierte und damit günstige und besonders gut online geeignete Portfolios auch für andere Anbieter (B2B) entwickelt. Dabei liegt ein besonderer Schwerpunkt auf ESG (Environment, Social Governance) Angeboten, die auch „offline" bisher nur in geringem Umfang angeboten werden.

Siehe auch mein kürzlich veröffentlichter Beitrag „Robo Advisors: 11 Thesen zu ihrer Zukunft"[261].

ROBO-BOOM STATT ROBO-STERBEN (10-2018)

Robo-Sterben oder korrekter „Immer mehr deutsche Banken begraben ihre Robo-Projekte"[262] hieß es vor Kurzem (Heinz-Roger Dohms in Finanzszene vom 4.10.2018). Dem Beitrag nach

[261] https://www.roboadvisor-portal.com/11-thesen-zur-zukunft-der-robo-advisor/

stellt aber nur die Santander Deutschland die Aktivitäten komplett ein. Die Commerzbank bleibt über Cominvest weiter aktiv und die Hamburger Sparkasse hat „Pläne, ein neues Robo-Angebot aufzusetzen“ (ebenda). Und am 11. Oktober heißt es bei Citywire: „Fidelity startet digitale Vermögensverwaltung mit aktiven Fonds „[263]. Was denn nun?

Robo-Angebote können erfolgreich sein

Ich bin überzeugt, dass Robo-Angebote erfolgreich sein können, allerdings nicht alle. Wenn man den weiter fortgeschrittenen US Robo-Markt analysiert (siehe hier[264]), kann man mehrere Punkte feststellen:

1. **Unabhängige** Robo-Advisors sind bisher bis auf 2 bis 3 Ausnahmen nicht sehr erfolgreich.

2. Auch traditionelle Banken oder Vermögensverwalter haben sich bisher nicht durch großen Erfolg ihrer Robo-Angebote ausgezeichnet.

3. Am erfolgreichsten sind die ETF-Anbieter Vanguard und Charles Schwab.

4. In Deutschland ist bisher nur die ING mit Scalable erfolgreich.

Konsequente Vermarktung ist entscheidend

Nur billig zu sein, besonders einfache Produkte anzubieten oder eine besonders gute User Experience zu ermöglichen reicht offenbar weder allein noch kombiniert aus, um als Robo-Advisor erfolgreich zu sein. Für den Erfolg ist meines Erachtens vor allem die konsequente Vermarktung des Angebotes an einen bestehenden Kundenkreis erforderlich. Alternativ kann man versuchen, sich Neukunden teuer zu kaufen, wie es Betterment und Wealthfront in den USA mit insgesamt mehreren hundert Millionen Venture Capital machen.

Zusatznutzen gegenüber Offline-Angeboten ist nötig

Um eine konsequente und erfolgreiche Vermarktung zu erreichen, sollte das Angebot Anlegern Zusatznutzen bieten. Traditionelle Anbieter wollen vor allem die Kannibalisierung (d.h. Verdrängung von Bestandsangeboten durch die neuen Angebote) ihrer bestehenden Angebote verhindern. Es ist daher nachvollziehbar, dass sie „me-too“ Robo-Angebote mit niedrigen Margen nicht gerne puschen.

Bei Vanguard, Schwab, Fidelity und ING ist das anders. Deren Robos vermarkten die hauseigenen Fonds (Vanguard, Schwab, Fidelity), indem sie günstig und effizient

[262] http://finanz-szene.de/exklusiv-immer-mehr-deutsche-banken-begraben-ihre-robo-projekte/
[263] https://citywire.de/news/fidelity-startet-digitale-vermögensverwaltung-mit-aktiven-fonds/a1163872?re=58841&ea=788857&utm_source=BulkEmail_International+Daily+Germany&utm_medium=BulkEmail_International+Daily+Germany&utm_campaign=BulkEmail_International+Daily+Germany
[264] http://prof-soehnholz.com/von-us-robo-advisors-koennen-wir-viel-lernen/

Zusatzservices (Fondsportfolios statt einzelne Fonds plus Reporting etc.) anbieten. ING (DiBa) bietet in Deutschland keine eigene Vermögensverwaltung an. Über die Kooperation mit Scalable können daher zusätzliche Vermögensverwaltungseinnahmen generiert werden.

Automatisierung wird kommen

Anleger sind definitiv an zusätzlicher Automatisierung bzw. Robo-Services interessiert und Anbieter können durch zusätzliche Automatisierung Kosten sparen.

Traditionelle Banken und Vermögensverwalter haben vor allem diese vier Möglichkeiten für ihre Robo-Angebote:

1. Neue Kundengruppen erschließen

2. Die gleichen Produkte zu gleichen Preisen off- wie online anbieten

3. Die gleichen Produkte zu günstigeren Preisen online anbieten

4. Andere Produkte online anbieten

Lösung 1 ist für Anbieter ziemlich teuer, da Neukunden meist teurer in der Akquisition sind als die Ausweitung des Bestandsgeschäftes. Zusätzlich muss man entscheiden, wie man Neukunden anlocken will (siehe Möglichkeiten 2 bis 4).

Option 2 ist für Anleger wenig interessant, weil die Onlineprodukte dann relativ teuer wären im Vergleich zu Offlineangeboten, die typischerweise zusätzlich persönliche Beratungen umfasst.

Bei Lösung 3 hängt es davon ab, wie viel günstiger die Produkte angeboten werden. Werden nur die eingesparten Kosten weitergegeben, wird die Preisreduktion vermutlich relativ gering ausfallen, da Akquisekosten auch für den Onlinevertrieb hoch sind. So würde nur wenig zusätzliche Nachfrage stimuliert. Werden die Gebühren dagegen niedriger angesetzt, droht Kannibalisierung und damit steigt das Risiko, dass die Onlineangebote nicht aktiv genug vermarktet werden.

Die attraktivste Lösung ist daher vermutlich das Online-Angebot neuer Produkte.

Online ETF-Portfolios greifen oft zu kurz

Die meisten traditionellen deutschen Vermögensverwalter und Banken bieten bisher keine ETFs aktiv an. ETFs gelten aus Anlegersicht als besonders attraktiv, weil sie in der Regel günstig sind.

Anbieter können versuchen, Zusatzmargen über Portfolio- und Risikomanagement von Portfolios aus ETFs generieren. Es ist jedoch sehr schwer, an günstigen ETFs interessierte

Anleger von dem Wert von solchen Services so zu überzeugen, dass sie bereit sind, attraktive Gebühren dafür zu zahlen. Scalable und ING scheint das (noch) zu gelingen, andere deutsche Anbieter sind damit aber bisher nicht sonderlich erfolgreich.

Daher sollten ETF-Portfolios ebenfalls günstig angeboten werden, zumal teure ETF-Dachfonds seit Jahren in der Kritik stehen.

Easyfolio von Hauck und Aufhäuser und auch mein Unternehmen Diversifikator mit dem Weltmarktportfolioansatz[265] bieten sehr einfache und günstige Allokationsmethoden für ETFs an. Aber auch solche ETF-Portfolios stehen im Wettbewerb mit meist teuren Offlineangeboten, also vor allem standardisierten Vermögensverwaltungen bzw. Multi-Asset- und Mischfonds traditioneller Banken und Vermögensverwalter. Sie werden daher aus Kannibalisierungsfurcht kaum sehr aktiv vermarktet werden.

Online ESG-Portfolios mit großem Potential

Besonders großes Potential sehe ich für Online ESG (Environmental, Social, Governance) Angebote (siehe auch hier[266]). ESG-Produkte werden offline bisher nur in geringem Umfang angeboten, daher ist keine direkte Kannibalisierung zu befürchten. Sie stehen zwar in Konkurrenz zu traditionellen nicht-nachhaltigen Produkten, sind aber sehr erklärungsbedürftig. Der traditionelle Vertrieb ist bisher noch nicht im Verkauf solcher Produkte geschult. Statt eine solche teure Schulung zu organisieren, können sie Anlegern direkt online mit Hilfe von Erklärvideos und umfassenden Online-Informationen angeboten werden.

Hinzu kommt, dass traditionelle Anbieter und Vertriebe solche Produkte, ähnlich wie ETFs, bisher tendenziell negativ beurteilt haben. Es dürfte den Vertrieblern und Beratern daher schwer fallen, ESG-Produkte jetzt aktiv erfolgreich zu verkaufen. Außerdem gelten ESG-Angebote tendenziell als teurer als traditionelle Produkte. Durch Kosteneinsparungen über einen Onlinevertrieb können sie aber relativ günstig angeboten werden.

Neben dem Onlineverkauf aktiver ESG Fonds ist auch ein solcher von ESG-ETFs und vor allem ESG ETF-Portfolios denkbar (siehe auch hier[267]).

Potential für flexible B2B Robo-Software Anbieter

Hilfreich für interessierte Vermögensverwalter und Banken ist dabei, dass die Implementierungskosten stark sinken. Vor einigen Jahren mussten Robo-Advisors noch teuer individuell programmiert werden. Dann traten die ersten spezialisierten B2B (Business-to-Business) Anbieter auf, deren Services vor allem auf Banken ausgerichtet waren und damit ebenfalls noch ziemlich teuer waren. Inzwischen bieten mehrere der als B2C (Business-to-

[265] http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/
[266] http://prof-soehnholz.com/aktiv-traditionell-offline-aendert-sich-in-passiv-esg-online-kapitalanlagen/
[267] http://prof-soehnholz.com/geldanlageinnovationen-sind-einfacher-als-gedacht/

Consumer) gestarteten Robo-Advisors, teilweise wegen Erfolglosigkeit im B2C Geschäft, auch B2B Services an (zur möglichen Umsetzung siehe z.B. hier[268]). Das senkt die Kosten.

Am ehesten werden sich meines Erachtens jedoch die Robo-as-a-Service Spezialisten wie United Signals oder Quantstore durchsetzen, die relativ geringe Startkosten und schnelle Implementierungen maßgeschneiderter Robo-Advisors ermöglichen.

Robo-Boom statt Robo-Sterben

Generell hinken ESG Angebote in den USA noch hinter europäischen Angeboten hinterher. Inzwischen fangen jedoch mehrere US und deutsche Onlineanbieter an, ESG Portfolios aufzunehmen.

Ich bin sehr zuversichtlich in Bezug auf eine stark zunehmende Nachfrage nach ESG und Onlineangeboten. Da es viele Banken und noch mehr Vermögensverwalter in Deutschland gibt, erwarte ich daher einen Boom abhängiger Robo-Advisors, kein Robo-Sterben. Für unabhängige Robo-Advisors bin ich skeptischer (siehe hier[269]).

STATT KANNIBALISIERUNG: ESG-ROBO ODER ALTERNATIVES-ROBO? (2-2019)

Viele deutsche Banken sind noch zurückhaltend mit dem Einsatz von Robo-Advisors (siehe hier). Das scheint daran zu liegen, dass viele Angst vor der Gefährdung ihres Bestandsgeschäftes („Kannibalisierung“) haben. Außerdem sehen sie ihre Margen im Neugeschäft als gefährdet an. Banken verdienen derzeit noch sehr gut am Verkauf von Investmentfonds, für die sie Vertriebsprovisionen erhalten.

Unabhängige Robo-Advisors dagegen bieten überwiegend niedrigmargige Vermögensverwaltungen auf Basis von kostengünstigen Indexfonds (ETFs) an.

Keine Kannibalisierung: Aktive Fonds werden online verkauft

Manche Volksbanken verfolgen ein anderes Modell und bieten über ihren White-Label Robo-Advisor Meininvest überwiegend relativ teure Investmentfonds zu für sie attraktiven Gebühren an (siehe z.B. hier).

Kaum Kannibilisierung: Eigenes aktives Management wird online verkauft

Die Sparkassen mit Bevestor, Hauck & Aufhäuser zunächst mit Easyfolio flex und später mit Zeedin, die Deutsche Bank mit Robin und auch die Warburg Bank mit ihrem Navigator und die Fürstlich Castell’sche Bank gehen einen ähnlichen Weg. Sie nutzen zwar oft überwiegend günstige ETFs, verkaufen aber vor allem ihr „aktives“ Investmentmanagement-Knowhow. Dafür verlangen sie relativ hohe Gebühren.

[268] http://prof-soehnholz.com/kooperation-von-banken-und-beratern-mit-robo-advisors/
[269] http://prof-soehnholz.com/von-us-robo-advisors-koennen-wir-viel-lernen/

Die ING (Diba) geht anders vor und bietet über den unabhängigen Anbieter Scalable „aktives“ Risikomanagement an, das bisher so nicht von ihr angeboten wurde. Dafür werden Gebühren verlangt, die etwas oberhalb der Gebühren anderer unabhängiger Robo-Advisors liegen.

Ausnahme: Günstige passive Angebote

Banken, die wie Quirion von der Qurinbank klassische Robo-Services, also vor allem günstige ETF-Portfolios anbieten, sind bisher eher selten. Für die Quirinbank ist das Kannibalisierungsrisiko allerdings gering, da Quirin Honorarberatung und keine Provisionsberatung anbietet.

Vielleicht erklären diese für Kunden relativ teuren und nicht wirklich neuen Angebote, warum bankabhängige Robo-Advisors in Deutschland bisher noch nicht besonders erfolgreich mit der Neuakquise von Vermögen waren. Positiv ausgedrückt hat bisher noch keine nennenswerte Kannibalisierung von Bestandsumsätzen stattgefunden.

Robo-Ziel: Verwaltungskosten sparen

Günstige Angebote für Endkunden stehen bei den meisten Banken also bisher offenbar selten im Vordergrund.

Einige Banken haben aber erkannt, dass sie durch die Nutzung von Robo-Advisors Verwaltungskosten sparen können. Schließlich übernehmen Anleger selbst und Depotbanken bei Robo-Advisors Aufgaben, für die sonst teure Berater bzw. Vermögensverwalter eingesetzt werden müssen. Um nennenswert Kosten einsparen zu können, sind aber hohe Umsätze über Robo-Advisors nötig.

Anti-Kannibalisierung: Neuartige Portfolios online anbieten

Aber es gibt noch weitere Ansätze. So könnten Banken Portfolios online anbieten, die sie offline nicht im Angebot haben. Ich denke dabei vor allem an verantwortungsvolle (ESG) Investments. Diese sind erklärungsbedürftig und es ist sehr aufwändig, den Bankvertrieb umfassend darauf zu schulen.

Problematisch ist vor allem, dass Anleger gerade in Bezug auf verantwortungsvolle Investments sehr unterschiedliche Vorkenntnisse und Vorstellungen haben. Das macht eine persönliche Beratung besonders zeitaufwändig und teuer. Online kann man dagegen viele Informationen effizient bereitstellen, idealerweise sogar ergänzt um Selbstlernprogramme.

Es ist gar nicht so schwer, verantwortungsvolle Portfolios zu verkaufen (siehe hier).

Obwohl es schon sehr viele Fonds- und ETFs gibt, können ausser verantwortungsvollen noch weitere attraktive Portfolios gefunden werden, die man online anbieten kann ohne das Bestandsgeschäft zu kannibalisieren.

Meine Firma Diversifikator hat sich auf neuartige Portfolios spezialisiert. Die Weltmarktportfolios mit ihrer passiven Asset Allocation sind besonders gut für den Onlineverkauf geeignet. Sie stehen zwar inhaltlich im direkten Wettbewerb mit aktiv gemanagten Multi-Asset Fonds. Aber sie können nicht nur durch die andere Investmentphilosophie sondern auch als fondsgebundene Vermögensverwaltung statt als Dach- oder Einzelfonds durchaus von diesen differenziert werden.

Alternatives-Robo

Noch einfacher dürfte es sein, die Immobilienaktien bzw. Infrastrukturaktienportfolios online ohne Kannibalisierungsrisiko anzubieten. Solche Fonds bieten bisher nur sehr wenige Banken bzw. Vermögensverwalter aktiv an, dabei stehen sie für komplette Anlageklassen. Ähnliches gilt für das Alternatives-ETF Portfolio: Dessen Inhalte werden Anleger bisher kaum über traditionelle Vertriebskanäle angeboten. Auch diese Portfolios kann man z.B. durch Kombinationen mit Tagesgeld auf mehrere Risikoklassen anpassen, um so ein breites Online-Angebot zu ermöglichen.

Wenn es gelingt, Anlegern neue Produkte mit „Selbstberatung“ zu verkaufen (siehe z.B. hier), können online Angebote sehr attraktiv werden, da nur eine geringe Kannibalisierung des Bestandsgeschäftes zu erwarten ist.

Ziel: Bestandskunden halten

Außerdem sollten Banken bedenken, dass gerade jüngere Anleger heute verantwortungsvolle bzw. interessante Geldanlageangebote erwarten. Vielleicht kann man bald Kundenabwanderung nur verhindern, wenn man aktiv solche Angebote macht.

Ich bin gespant, wann die erste Bank bzw. der erste große Vermögensverwalter sich an das Thema traut. Dabei helfe ich gerne!

ROBO-ESG: VERANTWORTUNGSVOLLE ONLINE-INVESTMENTS IM VERGLEICH (8-2019/7-2020)

Hinweis: Dieser Beitrag steht auf www.prof-soehnholz.com in aktualisierter Form zur Verfügung, unter anderem mit Übersichtstabelle über die Anbieter.

Dass Online-ESG bzw. Robo-ESG (ESG steht für Environmental, Social und Governance Faktoren) aber erst wenige Experten interessiert bedeutet nicht, dass der Ansatz nicht zukunftsträchtig ist. Immerhin gibt es in Deutschland bereits mehrere Robo-Advisors, die verantwortungsvolle Investments anbieten.

Robo-ESG: Fast alles spricht dafür

Die Logik für nachhaltige Online Angebote ist einleuchtend: Da nachhaltige Anlagen ähnliche Risiken und Renditen haben wie traditionelle Anlagen, spricht alles für Investments in nachhaltige Anlagen. Wie bei allen Anlagen sind dabei niedrige Kosten wichtig, um attraktive Renditen zu erreichen. Am kostengünstigsten kann man online anbieten bzw. kaufen. Bisher gibt es aber erst wenige online ESG Angebote. Robo-ESG kann deshalb für Nachfrager und Anbieter sehr attraktiv sein.

Für alle Robo-Advisor gilt, dass die Vermarktung aufwändig ist. Selbst in den USA sind bisher nur wenige unabhängige Robo-Advisors profitabel. In Deutschland ist wohl bisher nur das Scalable Angebot für den Vertriebspartner ING profitabel.

Robo-ESG: 2 pure ESG-Robos und 5 Angebote „traditioneller" Robos

Auslöser für diese Analyse war die Pressemeldung, dass Vividam zum führenden nachhaltigen Robo-Advisor in Deutschland werden möchte. Ich bin skeptisch, ob das gelingen wird. Doch zunächst kommt hier mein Marktüberblick.

Heute gibt es meiner Recherche nach neben Vividam nur einen Robo-Advisor, der ausschließlich sogenannte verantwortungsvolle oder nachhaltige Angebote macht, nämlich **Pax-Investify**. Die „katholische" Pax Bank, bzw. der „genossenschaftlicher Finanzdienstleister mit christlicher Werteorientierung", hat diesen Roboadvisor im Jahr 2018 zusammen mit Investify konzipiert (siehe hier). **Vividam** von der FiNet Asset Management AG, startete im Dezember 2018.

Mindestens vier andere Robo-Advisors bieten ausser traditionellen auch nachhaltige Portfolios an. Der erste Anbieter war in 2016 **VisualVest** der Union Investment bereits. **Investify** von Aixigo und Rhein Asset Management, **Zeedin** von Hauck&Aufhäuser und **Liqid** folgten in 2018.

Robo-ESG: Mit White-Label und Modellportfolios gibt es bereits mehr als 10 Anbieter

Wenn man die sogenannten White-Label Angebote noch mitzählen würde, käme man auf wesentlich mehr Anbieter mit verantwortungsvollen Online-Portfolios. Das liegt vor allem daran, dass inzwischen einige genossenschaftliche Banken über **MeinInvest** auch das nachhaltige Portfolio von Visualvest anbieten. Bereits in 2017 hatte z.B. die Evangelische Bank dieses Portfolio im Online-Angebot.

Ich zähle außerdem die Portfolios meiner Firma **Diversifikator** und von **JustETF** und **ExtraETF** ebenfalls zu den Online ESG Angeboten. Diese drei bieten technisch-regulatorisch selbst umzusetzende Modellportfolios und keine vermögensverwalteten Robo-Advisors an. Diversifikator war ab Februar/März 2016, also noch vor Visualvest, der erste derartige Anbieter von nachhaltigen Portfolios (siehe auch http://prof-soehnholz.com/3-jahre-diversifikator-gute-rendite-aber-80-prozent-anders-ist-schwer-zu-verkaufen/). Die anderen beiden folgten in 2018.

Robo-ESG: Nennenswerte Unterschiede zwischen den Anbietergruppen

Vereinfacht kann man also drei bis vier Gruppen von Anbietern unterscheiden: Die rein nachhaltigen Robos, die traditionellen Robos mit nachhaltigen Zusatzangeboten und die Modellportfolioplattformen. White-Label Anbieter gibt es bisher erst im Segment der traditionellen Robos.

Einige der Anbieter kann man als unabhängig bezeichnen, andere gehören zu traditionellen Asset Managern oder Banken. Da die „abhängigen" Anbieter bisher meines Wissens keine hauseigenen Produkte anbieten, ist Unabhängigkeit/Abhängigkeit aber bisher kein wichtiges Unterscheidungskriterium.

Anders ausgedrückt: Die nachhaltigen Online Angebote sind meist neue Entwicklungen und werden in der Regel nicht „offline" angeboten.

Robo-ESG: Modellportfolioanbieter sind wesentlich günstiger, bieten aber nur limitierte Services

Es gibt einige systematische Unterschiede zwischen den Anbietergruppen. So haben die Modellportolioanbieter keine Vermögensverwaltungslizenz. Interessenten an den Portfolios müssen diese deshalb selbst in ihren Depots umsetzen. Dafür haben sie auch die freie Depotbank- uns Brokerwahl bzw. können die Portfolios in ihren Bestandsdepots umsetzen.

Die Kosten für die Portfolios der Modellportfolioanbieter starten bei ca. 0,2% bzw. 0,3% pro Jahr (JustETF, ExtraETF für alle und Diversifikator für institutionelle Anleger) und gehen bis zu ca. 1,5% bei Diversifikator für Privatkundenangebote. Die selbständige Umsetzung der überwiegend aus wenigen ETFs bestehenden und sich selten ändernden Portfolios ist für Anleger einfach und kostengünstig möglich.

Die 1,5% bei Diversifikator beinhalten alle Produktkosten von ca. 0,3% für ETFs und die bei solchen Angebote anfallende Umsatzsteuer und typischerweise auch unabhängige persönliche Beratung und Vermögensverwaltung, für die Kooperationspartner von Diversifikator ca. 0.7% p.a. erhalten.

Die Gebühren der Online-Vermögensverwalter reichen von 0,95% bei Liqid, allerdings erst ab Mindestanlagen von 100.000 Euro, bis zu 2,9% bei Vividam, jeweils inklusive der Kosten für die genutzten Produkte. Investify liegt mit 1,3% ab 5.000 EUR am unteren Ende der Kosten für moderate Anlagebeträge.

Bei den Anbietern mit hohen Kosten wie MeinInvest und Vividam sollte typischerweise auch die persönliche Beratung enthalten sein. Diese Beratung kann durch die Provisionen der genutzten „aktiven" Fonds finanziert werden.

Robo-ESG: Modellportfolioangebote ermöglichen mehr Auswahl

Alle vermögensverwaltenden Robo-Advisors bieten bisher jeweils nur ein verantwortungsvolles Standard-Portfolio an. Für dieses Basisportfolio werden zwar je nach Risikoneigung der Ableger unterschiedlich Mischungen von Aktien- und Anleihequoten

ermöglicht, aber die Bestandteile sind jeweils gleich. Alle diese vermögensverwaltenden Robos nutzen Anleihen zur Reduktion von Portfoliorisken.

Das gilt zwar auch für den Modellportfolioanbieter Extra ETF. Nur JustETF bietet mit „ESG Screened“ und „Nachhaltigkeit SRI“ zwei Portfolios an, die sich vor allem in Bezug auf die Strenge der Nachhaltigkeitsansätze unterscheiden. Anders als bei den anderen Angeboten handelt es sich dabei um reine Aktienportfolios. JustETF bietet als einziger keine verantwortungsvollen Mischportfolios bzw. Portfolios mit unterschiedlichen Risikoklassen an.

Das mit Abstand breiteste Angebot bietet Diversifikator an: ESG ETF-Portfolio, ESG ETF-Portfolio Trend, Islamic ETF-Portfolio und fünf konzentrierte PureESG Aktien-Portfolios: Global, Global S, Infrastruktur, Immobilien und Deutschland. Einige dieser Angebote gibt es sogar nirgendwo „offline“ in vergleichbarer Form.

Durch Kombinationen mit „Cash“ können alle Portfolios auf unterschiedliche Risikoklassen angepasst werden. Besonderheit: Für die Beimischungen von Cash verlangt Diversifikator keine Gebühren, d.h. bei einem Portfolio aus 50% Aktien und 50% Cash fällt die Modellportfoliogebühr nur für den Aktienteil an.

Robo-ESG: Überwiegend nur Aktien und Anleihen sowie aktives Risikomanagement

In Bezug auf die genutzten Anlageklassen gibt es kaum Unterschiede. JustETF und Investify sind die einzigen Anbieter, die nur Aktienportfolios anbieten. Bei Investify liegt das daran, dass das nachhaltige Portfolio nur als Beimischung zu einem traditionellen Basisportfolio empfohlen wird.

Liquid fügt seinem nachhaltigen Portfolio ein Goldzertifikat hinzu und Diversifkator nutzt zusätzlich Listed Alternatives, also Immobilienaktien, Infrastrukturaktien etc. zur Diversifikation.

Die meisten Robo-ESG Anbieter verwenden diskretionäre, also nicht voll-regelbasierte Risikomanagementansätze für ihre Portfolios. Vividam, ExtraETF und Diversifikator nutzen fixe Allokationen zu Anlagesegmenten. Diversifikator bietet mit dem ESG ETF-Portfolio Trend zusätzlich ein nachhaltiges Portfolio mit rein regelbasierter Trendfolge an.

Robo-ESG: Die meisten nutzen (teure) aktive Fonds zur Umsetzung

Von Robo-Advisors erwartet man in der Regel günstige Portfolio-Umsetzung über ETFs. Für vermögensverwaltende Robo-ESG Angebote werden jedoch überwiegend sogenannte aktiv gemanagte Fonds genutzt, die typischerweise erheblich teurer als ETFs sind.

Zeedin nutzt auch direkte Aktien und Anleihen, ist aber auch erst ab einhundertfünfzigtausend Euro zugänglich. Sonst bietet nur Diversifikator Einzelaktienportfolios an, und zwar ohne formale Mindestanlagesummen und zu denselben Konditionen wie ETF-Portfolios (siehe

auch http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/).

Von den vermögensverwaltenden Anbietern setzt bei den nachhaltigen Angeboten nur Liqid auf ETFs. Allerdings muss man mindestens hunderttausend Euro mitbringen, um das Portfolio kaufen zu können.

Nur die drei Modellportfolioanbieter nutzen konsequent ETFs statt aktiver Fonds.

Robo-ESG: Mindestanlagen, verwaltete Vermögen und Performance taugen (noch) nicht zur Beurteilung

Die Mindestanlagen helfen nur wenig, um die Anbieter zu differenzieren. Nur Liqid und Zeedin fallen mit ihren hohen Mindestinvestmentanforderungen von einhunderttausend bzw. einhundertfünzigtausend Euro aus dem Rahmen. Die Modellportfolioplattformen verlangen keine Mindestinvestments und bei allen anderen Anbietern werden höchstens fünftausend Euro als Mindestanlage gefordert.

Die verwalteten Vermögen in verantwortungsvollen Portfolios werden von den Anbietern bisher noch nicht veröffentlicht. Das liegt wohl daran, dass bisher kaum eines der nachhaltigen Onlineangebote über nennenswerte Assets verfügen dürfte.

Auch die Performance habe ich nicht thematisiert. Während die Modellportfolioplattformen diese transparent ausweisen, ist sie für die nachhaltigen Angebote der Vermögensverwalter nur schwer von außen nachvollziehbar (Ausnahme Vididam). Außerdem sind die Track Records der verantwortungsvollen Angebote mit Ausnahme von Diversifikator und Visualvest noch sehr kurz. Ich hoffe, dass auch die Performances der vermögensverwaltende Robos künftig einfacher nachvollziehbar wird.

Robo-ESG: Kritik an allen bzw. noch keine perfekte Lösung

Wenn man 0% für Anleihen und 7% Bruttorenditen für Aktien erwartet, erzielen 50/50 Portfolios 3,5% Bruttorenditen. Gebühren von 1,5% und mehr pro Jahr sind meines Erachtens in Zeiten negativer Zinsen deshalb zu hoch. Von den Vermögensverwaltenden Robos mit niedrigen Mindestinvestments liegt nur Investify unter dieser Grenze. Investify bietet aber nur ein verantwortungsvolles Aktienportfolio auf Basis aktiver Fonds als Beimischung an.

Zusammenfassend kann man feststellen, dass es noch keinen günstigen vermögensverwaltenden Robo Advisor mit einem breiten bzw. sogar individualisierbaren verantwortungsvollen Portfolioangebot gibt.

Damit ergeben sich Chancen für die Modellportfolioanbieter. Allerdings erwarte ich, dass es künftig auch attraktive vermögensverwaltende ESG-Robos geben wird. Ich helfe gerne bei der Entwicklung solcher Angebote (siehe auch http://prof-soehnholz.com/statt-kannibalisierung-esg-robo-oder-alternatives-robo/).

PERSONALISIERUNG: KÖNNEN NUR NACKTE REICH WERDEN? ODER: FREMD- VERSUS SELBSTPERSONALISIERUNG (9-2018)

Personalisierung ist ein heisses Thema: Der im Mai erschiene Global Retail Banking Report der Boston Consulting Group wurde „The Power of Personalization“[270] genannt. Aber im aktuellen Digital Banking Report mit dem Titel „The Power of Personalization“[271] heisst es: „94% of Banking Firms Unable to Deliver on ‘Personalization Promise“ (The Financial Brand, 4.9.2018). Dass Produktanbieter Vorteile durch Personalisierung haben ist klar. Aber gilt das auch für Anleger?

Für personalisierte Angebote muss man „nackig“ sein

Personalisierte Angebote werden auch im Bankbereich immer wichtiger. Auch Banken wollen jetzt das umsetzen, was Amazon und Co. schon lange sehr gut beherrschen. Dafür brauchen sie viele Informationen vom Geldanleger. Bildlich gesprochen muss sich der Anleger nackt machen und sich komplett durchchecken lassen, um eine massgeschneiderte Beratung zu bekommen. Die Begründung lautet analog zur Medizin: Nur wenn wir alles über den Anleger wissen, können wir perfekte Angebote machen.

Geldanlage ist nicht wie Medizin

Aber muss das wirklich sein oder gibt es Alternativen? Der Hauptunterschied zur Medizin ist dabei: Eine gute Geldanlage ist viel einfacher, als die Behandlung komplexer Körper mit komplexen Medikamenten. Ausserdem ist Selbstberatung in der Geldanlage wahrscheinlich viel risikoärmer als Selbstmedikation.

Finanzplanung kann man selbst offline durchführen

Sicher ist Personalisierung für die Geldanlage wichtig: Wieviel Vermögen man hat, wieviele Schulden, welches Einkommen, welche Einkommenserwartungen, Erbschaften und geplante Vererbungen, Gesundheitskosten, künftige Investitionen und Ausgaben etc. sollten bei einer guten Beratung[272] berücksichtig werden.

Aber will man all das einem Banker (Produktanbieter) offen legen? Und gibt es Banker, die all diese Themen plus Steuerfragen kompetent abdecken können?

Im Zweifel arbeiten Banken dafür mit standardisierter Finanzplanungssoftware. Für Selbstberater gibt es heute auf den ersten Blick kostenlose Onlinesoftware. Allerdings wird die Nutzung meist mit Daten bezahlt. Man zieht sich also freiwillig aus und weiss nicht wirklich, was man dafür bekommt.

[270] http://image-src.bcg.com/Images/BCG-The-Power-of-Personalization-May-2018_tcm20-193016.pdf
[271] https://thefinancialbrand.com/74986/banking-personalization-targeting-trends/
[272] http://prof-soehnholz.com/anlageberater-robo-advisors-oder-modellportfolios-wer-wird-gewinnen/

Gute Finanzplanungssoftware[273] kann man aber auch ziemlich günstig kaufen und offline nutzen. Ich empfehle aber, die Ergebnisse mit Profis zu diskutieren. Diese Profis müssen jedoch nicht gleichzeitig auch Anbieter von eigenen Geldanlagen sein.

Haben Banker bisher gute Geldanlagen empfohlen?

Viele Banker haben in der Vergangenheit „optimale" Produkte für ihre Kunden empfohlen: Strukturierte Produkte, Steuersparmodelle, renditeorientierte geschlossene Fonds, aktive Fonds, Derivate, Kryptowährungen etc.. Nicht alle Anleger sind damit glücklich geworden.

Jetzt wollen Banker mehr Informationen von Anlegern haben, um ihnen personalisiertere Angebote zu machen. So ist es heute möglich, kosteneffizient individuelle Anlagezertifikate zu erstellen. Ob das für die Anleger gut ist, muss aber noch bewiesen werden.

Geldanlagen können einfach sein

Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass passive Geldanlagen für die meisten Anleger besser sind als aktive. Inzwischen gibt es sehr viele passive Angebote aber auch zahlreiche gute kostenlose Tools zur Selektion von günstigen Exchange Traded Fonds (ETFs).

Aber das alleine reicht nicht. Die Allokation auf verschiedene Anlagesegmente gilt als schwierig. Dabei könnten Anleger ihre Allokation mit dem sogenannten Weltmarktportfolio[274] starten, das die Anlagen aller anderen Anleger weltweit mit günstigen passiven Fonds (ETFs) nachbildet.

Auch das ist aber nicht unbedingt ideal wenn man sich nicht mehr auf die Vergangenheit verlassen darf, weil sich Rahmenbedingungen ändern, so dass z.B. Anleihen zu riskanten Anlagen werden können.

Wichtige Rolle von Beratern und Benchmarks

Es ist sehr wichtig, dass Anleger nicht die falschen passiven Anlagen bzw. nicht zu falschen Zeitpunkten kaufen oder verkaufen. Dabei könnten Berater grundsätzlich gut helfen.

Die Evidenz, dass Berater in der Vergangenheit richtig beraten haben, ist aber eher gering. So haben professionelle (aktive) Fondsmanager in Marktkrisen oft mehr Geld verloren, als die entsprechenden Märkte.

Allerdings war die Beurteilung von Beratung für Anleger bisher oft nicht einfach, da anerkannte Multi-Asset Benchmarks [275] fehlten. Mit den Weltmarktportfolios von Diversifikator – mit und ohne Risikosteuerung – stehen jetzt zumindest „most-passive" Multi-Asset Benchmarks zur Verfügung.

[273] http://prof-soehnholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/
[274] http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/
[275] http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/

Wieviel Personalisierung ist nötig?

Das Leistungsangebot meiner Firma Diversifikator zeigt meine Antwort auf diese Frage. Diversifikator bietet neben dem Weltmarktportfolio auch Risikoreduktionsmöglichkeiten durch Beimischungen von Cash an, Portfolios ohne Anleihen und vor allem zahlreiche verantwortungsvolle Portfolios.

Für letztere erwarte ich den größten Personalisierungsbedarf, weil Anleger sehr unterschiedliche Vorstellungen davon haben, was für sie verantwortungsvoll ist und was nicht.

Wie kommt man zum personalisierten Portfolio?

Ich bin der Ansicht, dass Anleger sich zunächst selbst ein Portfolio zusammenstellen sollten. Dazu können z.B. die Kriterien zur Risiko- und Portfoliowahl auf www.diversifikator.com genutzt werden. Ein standardisiertes Portfolio, wie z.B. das Global Equities ESG Portfolio, kann im zweiten Schritt um Wertpapiere „bereinigt" werden, die nicht im Einklang mit den Wertvorstellungen des Anlegers stehen. Das nenne ich ***Selbstpersonalisierung***.

Das so erstellte individuelle Portfolio kann dann an einen Berater übergeben werden der z.B. prüft, ob die Diversifikation des Portfolios ausreichend ist.

Derzeit sind solche individualisierten Einzelaktienportfolios noch mit relativ hohen Implementierungskosten verbunden. Aber das wird sich künftig ändern, weil auch deutsche Depotbanken immer effizienter werden. Ausserdem gibt es Fintechs wie Robinhood, die allerdings auch teilweise durch persönliche Daten[276] bezahlt werden wollen.

No Data statt Big Data

Diversifikator nutzt Selbstpersonalisierung und einem „No Data" Ansatz: Wir möchten möglichst keine Daten von Endkunden haben. Das halten wir für die beste Möglichkeit des Datenschutzes.

Beratern und den für die Implementierung nötigen Depotbanken müssen natürlich die gesetzlich vorgeschriebenen Informationen offen gelegt werden. Aber diese sollten der Fehlervermeidung des Anlegers dienen.

Traditionelle Produktanbieter nutzen dagegen Big Data für die ***Fremdpersonalisierung***, also die Sammlung von möglichst umfassenden persönlichen Daten von potentiellen Anlegern, um ihnen personalisierte Angebote zusammenstellen.

Besser selbstpersonalisiert als fremdpersonalisiert

[276] https://bitcoinist.com/no-such-thing-as-a-free-lunch-robinhood-user-info-sold/

Personalisierte Services aus Verkäufersicht sind dabei im Idealfall intransparent, damit Anleger sie nicht effizient mit Alternativen vergleichen können. Es macht sich dabei besonders gut, wenn ein Produkt auf angeblich zweifelsfreier wissenschaftlicher Basis und mit Hilfe professioneller Prognosen (pseudo-)optimiert[277] und personalisiert wurde. Aber auch Profis können viel falsch machen (siehe Evidence Based Investment Analyse[278]).

Ich bin der Ansicht, dass Portfolios, die mit Hilfe von guten Tools und unabhängigen Beratern transparent „selbstpersonalisiert" wurden, für Anleger attraktiver sind.

STARTUPRADIO-BEITRAG: WEALTH-TECH IST MEHR ALS ROBO-ADVICE (7-2017)

In diesem Interview bei Startupradio.de geht es um Inhalte und Unterschiede von Wealth-Tech und Robo-Advice, um Wealth-Tech Entwicklungen in den USA aber auch um verantwortungsvolle Online-Geldanlagen, bei denen ausnahmsweise Deutschland die Nase vorn hat (s. https://www.startupradio.de/wealthtech-die-disruptive-innovation-im-vermoegensmanagement-und-investment-bereich/).

Interessante Quellen dazu sind http://www.ftpartners.com/wealth-technology-report und http://www.investmentnews.com/article/20170719/FREE/170719928/robos-are-offering-sri-so-shouldnt-live-advisers

AUSZEICHNUNG FÜR DIVERSIFIKATOR ALS EINES DER 100 INNOVATIVSTEN WEALTHTECH UNTERNEHMEN WELTWEIT (4-2019)

Diversifikator hat von FinTechGlobal eine Auszeichnung als eines der innovativsten 100 Wealthtech Unternehmen weltweit erhalten (siehe http://www.WealthTech100.com). Diese Auszeichnung ist aus mehreren Gründen eine besondere Ehre.

Erste Auszeichnung

Es gibt viele Auszeichnungen für Fintechs, aber Diversifikator hat bisher noch keine erhalten. Vielleicht liegt das daran, dass ich Diversifikator als 80% anders positioniere (siehe hier).

Das klingt nach Innovation, hat aber auch den Nachteil, dass Diversifikator in kaum eine „Auszeichnungsschublade" fällt. So ist Diversifikator bewusst kein voll-automatisierter Robo-Advisor, sonders als B2B&C (Business-to-Business-and-to-Consumer) Modellportfolioplattform (siehe hier) zumindest in Deutschland ziemlich einzigartig.

[277] http://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/
[278] http://prof-soehnholz.com/evidence-based-investment-analysis-new-first-online-trainings-available/

In Robo-Advisor-Vergleichen wird Diversifikator deshalb nicht berücksichtigt. Und deutsche Modellportfolioplattformvergleiche gibt es meines Wissens noch nicht.

Trotz Auszeichnung: Kein Wealthtech Unternehmen im engeren Sinn

Diversifikator ist auch kein Wealthtech Unternehmen im engeren Sinn (Details zu Wealthtech siehe hier und hier), da die Technik vom Partner QAP Analytic Solutions GmbH entwickelt und betrieben wird. Die Auszeichnung gebührt daher auch QAP.

Und ich habe bisher auch noch keine deutschen Wealthtech-Vergleiche gesehen. Aber sogar manche Fintech-Verzeichnisse nehmen Diversifikator nicht auf und antworten noch nicht einmal, wenn man sie darauf hinweist.

An der schlechten Performance von Portfolios kann es nicht liegen, denn die ist ziemlich gut (aktuell siehe hier und Auswertung siehe hier).

Breites Angebot und hohe Transparenz mit wenig Personal

Vielleicht liegt das daran, dass ich Diversifikator bewusst zunächst als Ein-Personen Firma aufgestellt habe.

Trotzdem gelingt es gemeinsam mit einem Partner wie QAP, die auch keine große Firma ist, ein sehr umfassendes Angebot von überwiegend neuartigen Modellportfolios (siehe z.B. hier) und auch einige innovative „Tools“ (siehe z.B. „Risiko-/Portfoliowahl“ auf www.diversifikator.com und generell hier) anzubieten.

Das geht, weil alle Portfolios voll regelbasiert sind.

Kaum Key-Person Risiko

Da alle Regeln, Portfoliobestandteile und die seltenen Änderungen zeitnah transparent gemacht werden, besteht kaum ein Key-Person-Risiko. Dieses Risiko ergibt sich, wenn Kernmitarbeiter einer Firma vorübergehend oder dauerhaft nicht zur Verfügung stehen.

Ausserdem sind alle Portfolios täglich liquide. Deshalb besteht auch kaum ein Risiko für Anleger, sich an Diversifikator zu binden.

Auch Geschäftspartner können problemlos mit Diversifikator kooperieren, da alle Portfolios selbst bei Arbeitsunfähigkeit von mir problemlos durch eine „Fallbacklösung“ fortgeführt werden können.

Selbstfinanziert und kein klassisches Marketing

Möglicherweise liegt die Vernachlässigung auch daran, dass Diversifikator selbstfinanziert ist. Dadurch hat Diversifikator keine werbewirksamen Investoren.

Vielleicht liegt es aber auch daran, dass Diversifikator kein klassisches Marketing betreibt, So werden keine Anzeigen geschaltet oder Vorträge gesponsort.

Auszeichnung, obwohl die UX nicht besonders gut ist

Aber natürlich gibt es auch andere Gründe für die Vernachlässigung. Zum Beispiel, weil die Webseite von Diversifikator nicht nutzerfreundlich genug ist (UX steht für User Experience, wir arbeiten aber an einer Verbesserung). Das führt dazu, dass man etwas Zeit braucht, um sich einzuarbeiten.

Eine einfache Webseite ist aber schwierig zu gestalten, wenn man volle Transparenz bieten und alle Regeln und Annahmen dokumentieren möchte. Inzwischen gibt es erste öffentliche Kritik auch an Webseiten von angeblich transparenten Robo-Advisors, deren Anlagemodelle und genutzten Daten oft kaum nachvollziehbar sind.

Passive (Index)Anbieter müssen sehr detaillierte Regeln für alle möglichen Fälle auflisten. Aktive Geldanlagemanager dagegen brauchen nur zu behaupten: „Wir sind die besten, vertraue uns“.

Weitestgehende Digitalisierung

Andererseits: Der Ansatz von Diversifikator ist die weitestgehende Digitalisierung.

Davor brauchen traditionelle Berater und Vermögensverwalter keine Angst zu haben, denn Diversifikator verfolgt einen Kooperations- und keinen konfrontativen Ansatz (sogenanntes hybrides Konzept, siehe z.B. hier).

Hier sind die Details zur Auszeichnung:

Tech pioneers transforming global investment industry recognized in inaugural WealthTech 100 list

The world’s most innovative providers of digital solutions having a lasting impact on the wealth and asset management industries have been revealed on this year’s WealthTech 100 list.

WealthTech is one of the fastest growing and most important sectors within the FinTech space. Global WealthTech investment increased 5x since 2014 to hit $4.6bn last year as financial services firms and investors realise the huge impact new digital models are having on the industry. As incumbent institutions grapple with rapid innovation and digital transformation challenges, the WealthTech 100 was produced to identify the 100 innovative companies that every leader in the wealth and asset management industries needs to know about in 2019.

The standout companies were chosen by a panel of industry experts and analysts who reviewed an analysis of over 1,000 WealthTech companies undertaken by FinTech Global, a data and research firm. The solution providers making the final list were recognized for their innovative use of technology to solve a significant industry problem, or to generate cost savings or efficiency improvements across the investment value chain.

A full list of the WealthTech 100 can be found at www.WealthTech100.com. More detailed information about the companies is available to download in a research pdf on the website (Quelle: FinTech Global, www.fintech.global).

DIVERSIFIKATOR WIEDER UNTER DEN INNOVATIVSTEN WEALTHTECH100 DER WELT (4-2020)

Ich freue mich sehr, dass Diversifikator zum zweiten Mal in Folge als eines der WealthTech100 ausgezeichnet wurde. Der Dank geht vor allem an Christian Schuster, den Geschäftsführer meines Technik- und Datenpartners QAP Analytic Solutions GmbH.

Erstaunlich: Ausser Diversifikator sind nur noch Plenitude und Peaks auf verantwortungsvolle Geldanlagen fokussiert und mit Aixigo, Fincite und Weadvise wurden nur drei andere deutsche Wealththechs ausgezeichnet.

Hier sind der allgmeine Text der Pressemitteilung der Auszeichnung, der Link zu meinem detaillierten jetztjährigen Blogbeitrag zur Auszeichnung und die aktualisierte Kurzbeschreibung von Diversifikator:

The WealthTech100 for 2020 recognizes the pioneering companies transforming the global investment and banking industries

The second annual list of the world's most innovative technology solution providers for asset managers, private banks and financial advisors were announced today by FinTech Global, a specialist research firm

The WealthTech industry has seen huge growth over the last four years as new digital services to oversee personal finances, manage institutional investments and provide financial advice became more prominent. Total funding to the sector grew at a CAGR of 40.7% from $2.8bn in 2016 to over $7.8bn at the end of last year.

As a result, the competition to be identified as one of the leading 100 WealthTech companies in the world was even fiercer this year. A panel of analysts and industry experts voted from a list of over 1,200 companies produced by FinTech Global. The finalists were recognized for their innovative use of technology to solve a significant industry problem, generate cost savings or efficiency improvements across the investment value chain.

"Established investment firms, private banks and advisors need to be aware of the latest innovation in order to remain competitive in the current market, which is heavily focused on digital distribution and transformation initiatives," said Richard Sachar, director of FinTech Global. "The WealthTech100 list helps them do just that and identify new business models which will have lasting impact on the industry."

A full list of the WealtTech100 can be found at www.WealthTech100.com. More detailed information about the companies is available to download in a research pdf on the website.

Wealthtech 100: Aktualisierte Kurzbeschreibung von Diversifikator

Diversifikator provides innovative passive multi-asset and responsible investment model portfolios online (B2B&C). All portfolios can be easily customized and implemented anywhere (B2B).

Some of the 16 online portfolios have been the first to market e.g. the ESG ETF-Portfolio (2016), the German Equities ESG, the global Infrastructure Equities ESG and the global Real Estate Equities ESG portfolios (2017). All portfolios can be combined with free „cash" to create different risk classes.

Offline, Diversifikator offers additional responsible investment model portfolios (B2B). Several portfolios are targeted towards the Sustainable Development Goals (SDG) of the United Nations, e.g. the ETF Impact and direct equity Impact+ESG portfolios.

Diversifikator currently plans a direct ESG indexing platform. Individual investable ESG indices are based on pre-defined passive and PureESG portfolios consisting of max. 400 stocks. With this approach, even retail investors can easily customize their ESG portfolios.

Customization/white labelling will be offered for banks and investment advisors/managers.

WEALTHTECH FÜR MULTIMILLIONÄRE (2-2018)

Robo-Advisors sind für junge Anleger entwickelt worden. Hauptnutzer sind aber oft über 40jährige Gutverdiener. Inzwischen gibt es Wealthtech (s.a. Wealthtech-Beitrag[279]) auch für sehr vermögende Anleger (siehe z.B. www.ownly.de). Anbieter solcher Lösungen müssen sehr viele Herausforderungen bewältigen.

Komplexe Ausgangslage: Viel Geld, viel Schaff

Multimillionäre haben ihr Geld oft breit gestreut: Immobilien, Unternehmensbeteiligungen bis hin zu Kunst und Oldtimern und das Ganze auch noch oft kreditfinanziert und international breit gestreut. Bewertungen von solchen Anlagen und auch Steuerthemen können sehr komplex sein. Mit zunehmendem Alter werden zudem Erbschaftsgestaltungen und das Spendenmanagement immer wichtiger.

Multimillionäre kümmern sich meist nicht selbst im Detail um ihr Geld sondern lassen meist mehrere Vermögensverwalter für sich arbeiten. Oft beauftragen sie ihre Steuerberater, für eine Übersicht aller Finanzanlagen zu sorgen. Das erfolgt jedoch systematisch meist nur ein Mal pro Jahr.

[279] http://prof-soehnholz.com/startupradio-beitrag-wealth-tech-ist-mehr-als-robo-advice/

Grundsätzlich möchten auch Multimillionäre ihre Anlagen verstehen und sie sind oft sehr kostenbewusst. Sie wissen aber nicht wirklich, wie viel Geld sie bei den jeweiligen Anlagen für fremde Services ausgeben.

Steigende Ansprüche durch technische Entwicklung

Auch Millionäre nutzen das Internet und Smartphones. Sie erwarten daher, dass sie jederzeit und überall aussagekräftige Informationen zu ihren Finanzanlagen bekommen können. Dabei möchten sie zum Beispiel gerne wissen, welche Auswirkungen aktuelle und möglicherweise erwartete wirtschaftliche und politische Veränderungen auf ihre Kapitalanlage haben können („Stress-Tests“ und „Szenarioanalysen“). Das ist bisher schwierig.

Datenschutz ist wichtiger als Technik

Das Problem ist nicht die fehlende Technik. Inzwischen gibt es Finanzplanungstools, die auch alternative Anlageklassen umfassen und umfassende Analysen zulassen (siehe Söhnholz, D. (2018): Fintechs für institutionelle Investoren, in Absolut Report Nr. 1, 50-55). Problematisch ist eher das Datenthema: Erstens möchten Multimillionäre nur sehr wenigen Personen einen kompletten Überblick über ihr Vermögen geben. Die Daten müssen zudem sehr sicher gespeichert werden. Datenschutz ist dementsprechend besonders wichtig für sie. Zweitens funktionieren die Tools nur gut, wenn die Anlagen, die erfasst werden, auch ordentlich und zeitnah bewertet werden. Viele illiquide Beteiligungen liefern jedoch oft nur jährliche Werte und auch die müssen oft kritisch hinterfragt werden. Es gibt aber inzwischen Bewertungstools, die illiquide Kapitalanlagen mit liquiden Proxies bewerten, z.B. Private Equity mit Small Cap Indizes und Immobilien mit Immobilienaktien (z.B. Zusammenhang[280] und aktuell Jorda, Oscar et al.: The Rate of Return on Everything, 1870–2015, Working Paper No. 25, Federal Reserve Bank of San Francisco, November 2017, S. 39: „the long-run levels of unlevered REIT and housing returns are remarkably similar“).

Ausserdem möchten Multimillionäre gerne verlässliche Szenario- und Simulationsrechnungen erhalten. Mit Hilfe von langfristigen Zeitreihen- und Faktoranalysen ist das relativ einfach möglich. Auch solche Tools sind inzwischen erhältlich (siehe z.B. unter "externe Quellen" auf www.diversifikator.com und hier[281]).

Im besten Fall erhalten die Anleger mögliche relevante Veränderungen ihrer Portfolios künftig proaktiv mitgeteilt. Technisch ist auch das kein Problem mehr, sofern die Daten an einer zentralen Stelle aggregiert und zeitnah bewertet und analysiert werden.

Regulierung nervt

Allerdings möchten unterschiedliche Millionäre auch individuell behandelt werden. Manche möchten häufige Informationen und andere eher selten. Was jedoch kaum jemand mag sind regelmässige Befragungen, wie sie von MIFID II vorgeschrieben und jetzt von der EU in Bezug auf Environment, Social und Governance (ESG) Themen geplant sind (s. EU ESG

[280] http://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/
[281] http://prof-soehnholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/

Regulierung [282]). Hier müssen Vermögensverwalter Wege finden, sich vorausgefüllte Fragebögen effizient bestätigen zu lassen. Noch ärgerlicher aus Millionärssicht sind Aufzeichnungspflichten der Vermögensverwalter. Diese zusätzliche Regulierung könnte dazu führen, dass Millionäre künftig die Zahl der von Ihnen genutzten Vermögensverwalter reduzieren werden.

Verwalter, die ihren Kunden möglichst schnelle, einfache und sichere Services anbieten, werden dabei Vorteile haben.

Millionäre sind kostenbewusst

Millionäre sind oft kostenbewusst. Und das nicht nur, weil viele von Ihnen Unternehmer sind oder waren. Vermögensberater sollten daher gut erklären können, warum sie zum Beispiel teure Hedgefonds oder sogenannte aktive Fondsmanager nutzen statt günstiger (Faktor-)ETFs. Sie müssen erläutern können, warum sie bestimmte Private Equity Fonds selektiert haben, obwohl es tausende von anderen Fonds gibt, die die von anderen Multimillionären gezeichnet werden. Berater müssen künftig auch entweder überzeugende ESG-Angebote haben oder zumindest gut begründen können, warum sie solche Konzepte nicht nutzen.

Und einige Millionäre möchten die Vermögensverwaltungstools selbst Nutzen können um Anlageergebnisse im Detail nachvollziehen können, z.B. mit maßgeschneiderten Benchmarkings ihrer Kapitalanlagen.

Berater müssen oft Abrater sein

Ein weiterer Punkt wird nur selten thematisiert: Vermögende Anleger haben oft Investmentideen, von denen gute Berater ihnen besser abraten sollten. Dazu ist aber umfassendes Wissen nötig. Ich habe auch noch kein Tool oder Wealthtech gesehen, das diese Rolle übernehmen kann oder will.

Sehr gute Berater gehen sogar noch weiter und beraten zum Thema Investmentphilosophie. Diese können meines Erachtens nach den Dimensionen regelbasiert ja/nein und prognosefrei ja/nein unterschieden werden (s. Söhnholz, D. (2013): Systematisierung und Diversifikation von Investmentphilosophien, in Absolut Report Nr. 6, 64-69).

Je nachdem welche Anlagephilosophie zugrunde liegt, sollte es zu unterschiedlichen Produkt- und Serviceangeboten kommen. Wer eine regelbasiert-prognosefreie Investmentphilosophie verfolgt, sollte vor allem passive Produkte und ein regelbasiertes Risikomanagement nutzen und braucht meist nur relativ wenige Informationen über Marktentwicklungen. Wer dagegen diskretionär-prognosebasiert anlegen möchte, muss aktiv nach den jeweils besten Portfolio- und Risikomanagern suchen und möchte meist viel häufiger und detaillierter informiert werden.

[282] http://prof-soehnholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/

Robo-Advisors müssen noch viel lernen

Robo-Advisor Konzepte bieten bisher meist nur stark standardisierte Anlagekonzepte an. Alternative Anlagen sind nur selten dabei und die Assetallokation und das Risikomanagement sind nicht immer modern, wie man daran feststellen kann, dass sich viele Anbieter direkt auf Markowitz berufen oder einen „95% Value at Risk“ als besonders fortschrittlich herausstellen. Und viele Robo-Advisors sind intransparent: Der Anleger kann nicht wirklich detailliert nachvollziehen, warum ihm welches Portfolio ins Depot gelegt wird.

Die gerühmte User Experience von Robo-Advisors ist vor allem auf Neukundengewinnung angelegt. Das Reporting und Monitoring der Kapitalanlagen ist stark davon abhängig, was die jeweilige Depotbank liefern kann und oft nicht wirklich befriedigend. So fehlen die aus meiner Sicht besonders wichtigen Faktor- und ESG-Analysen fast immer bzw. werden nicht transparent gemacht und sind schon gar nicht individualisierbar.

Es gibt also noch viel zu tun, bis die weiter steigenden Ansprüche von sehr vermögenden Anlegern durch Wealthtech erfüllt werden können.

FINTECHS FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER (3-2018)

Anfang 2018 ist ein Beitrag vom mir mit dem o.g. Titel im Absolut Report Nr. 1 von 2018 erschienen. Institutionelle Anleger können den kompletten Beitrag direkt beim Verlag anfordert (Details s.u). Hier ist eine Zusammenfassung:

Bisher wird in Zusammenhang mit Fintechs meist über Privatkunden als Nutzer gesprochen. Daneben gibt es sogenannte B2B Fintechs, die sich vor allem an Banken und Vermögensverwalter richten (s. Blogbeitrag [283]). Nur wenige Fintechs haben explizit institutionelle Kapitalanleger als Haupt-Zielkunden. Aber einige Fintechs, die für private Kunden gegründet wurden, können auch für Institutionelle interessant sein.

Anlage- und nicht Tradingfokus

Die Übersicht umfasst keine Fintechs, die nur kurzfristige Handelsaktivitäten bzw. Trading unterstützen. Die meisten der aufgeführten Firmen fokussieren auf einen besseren Zugang zu illiquiden bzw. intransparenten Kapitalanlagen, also nicht börsennotierten Aktien und Anleihen/Krediten, Immobilien, Private Equity und Hedge Fonds. Etliche weitere der Fintechs liefern interessante Rohdaten oder Datenanalysen für institutionelle Kapitalanleger. Einige bieten zudem Analyse- und Administrationstools bzw. -Services an.

Fintech-Definition

Der Beitrag startet mit einer Definition von Fintechs, da die Abgrenzung gegenüber traditionellen Anbietern nicht immer ganz einfach ist. Neben den Kriterien Finanz- und IT-Fokus sollten die Services online angeboten werden und die Liste umfasst fasst nur

[283] http://prof-soehnholz.com/robo-advisors-sind-auch-fuer-vermoegensverwalter-interessant/

konzernunabhängige Startups, wobei die ersten aus dem Jahr 1997 stammen, die Mehrzahl jedoch nach 2010 gegründet wurde.

Alle Anlageklassen, aber nur wenige deutschsprachige Anbieter

Die Liste enthält zur Zeit nur 9 deutsche und 7 Schweizer Anbieter, alle anderen kommen aus anderen Ländern, vor allem den USA. Dabei werden alle Anlageklassen abgedeckt, wobei der Fokus auf Aktien und Beteiligungen, Anleihen und Hedgefonds liegt.

Mehr und günstigeres Angebot aber kaum neue Produkte

Die Fintechs können dazu beitragen, mehr und günstiger Daten, Research und Tools zu liefern und den Zugang zu kleinteiligen und intransparenten Investments (EK und FK von kleinen Unternehmen sowie anderen Private Placement Produkten) effizienter zu ermöglichen. Kaum einer der Anbieter liefert jedoch komplett neue Daten, Tools oder Produkte. Ausnahmen sind Tradingalgorithmen als Hedgefondsersatz und einige neue ESG (Environment, Social, Governance) Angebote.

Anforderungsdetails:

Institutionelle Investoren können den Absolut|report 01/2018 als kostenloses Leseexemplar anfordern. Weitere Informationen erhalten sie auch über ***soehnholz@diversifikator.com***. Als institutionelle Investoren qualifizieren sich nur Unternehmen, die ausschließlich für eigene Zwecke investieren und die keine Produkte im institutionellen Asset Management anbieten. Andere Interessenten erhalten bei Absolut Research Informationen zu dem Jahresabonnement.

Ihre Anfrage bitte mit detaillierten Kontaktinformationen senden oder faxen an:

info@absolut-research.de (Fax 0049 (0)40 303779-15)

ÜBER 70 INTERESSANTE FINTECHS FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER (7-2020)

Anfang 2018 habe ich „Fintechs für institutionelle Investoren“ für den Absolut Report geschrieben (Zusammenfassung siehe https://prof-soehnholz.com/fintechs-fuer-institutionelle-anleger/ und https://prof-soehnholz.com/liste-mit-ueber-50-fintechs-fuer-institutionelle-kapitalanleger/). Hier folgt eine aktualisierte Übersicht:

Ich verwende dabei eine weite Fintechdefinition, um eine möglichst attraktive Liste von Fintechs für (semi)institutionelle Anleger und auch Assetmanager zusammenzustellen. Dabei werden Unternehmen mit (vermutet) überwiegenden Onlineservices aufgeführt, die für (semi)institutionelle Kapitalanleger interessant sein könnten, also auch für kleine Stiftungen oder Family Offices. Ich nehme dabei auch ursprünglich als „Offline-Anbieter“ gegründete Unternehmen auf aber keine reinen Business-to-Business Anbieter mehr.

Außerdem werden nur Unternehmen in die Liste aufgenommen, die langfristige Kapitalanlagen unterstützen können, also keine nur auf kurzfristiges Trading fokussierten Fintechs. Anbieter sogenannter Kryptowährungen werden nicht berücksichtigt, da es sich dabei meist nicht um Währungen, sondern eher um elektronische Gutscheinsysteme mit spekulativem bzw. Tradingfokus handelt.

Aus Deutschland sind nach 12 Unternehmen in 2018 jetzt 14 Unternehmen aufgeführt. 2018 waren 7 Unternehmen aus der Schweiz dabei und aktuell sind es 16. Die relativ geringe Steigerung der Anzahl deutscher Unternehmen ist unter anderem auf eine restriktivere Definition relevanter Fintechs zurückzuführen.

Zu beachten ist, dass nicht alle Services internationaler Anbieter ohne Weiteres für Anleger anderer Nationalitäten zugänglich sind. Da ich die Services der Unternehmen bis auf wenige Ausnahmen nicht getestet habe, kann ich zu Qualität und Kosten/Nutzen der Services keine Aussagen machen.

Hier ist die Liste: https://prof-soehnholz.com/wp-content/uploads/200703-Institutionelle-Fintechs-Quelle-Diversifikator.pdf

Tolle kostenlose Daten und Tools für Anleger und Berater (10-2017)

Welche Internetseite für wen am wichtigsten ist, muss jeder selbst beurteilen. Die weiter unten genannten Seiten sind aber für alle interessant, die sich mit dem Thema Asset Allokation auf verschiedene Anlageklassen beschäftigen und dafür Daten und Tools suchen, die kostenlos zur Verfügung stehen. Kostenlos muss aber nicht schlecht heißen. Manche der Daten und Tools sind besser als vieles, was ich bisher bei Profis gesehen habe.

Kostenlose Daten ab 1871

Zunächst zu den Datenseiten. Wer viele und vor allem auch viele volkswirtschaftliche Daten sucht, ist bei der Federal Reserve Bank von St. Louis richtig. Sie wirbt mit über 500.000 internationalen Datenserien aus über 80 externen Quellen. Ich selbst arbeite allerdings nicht mit diesen Daten, weil ich sie für meinen prognosefreien Small-Data Ansatz nicht benötigte. Volkswirtschaftliche Daten sind zwar interessant, aber sie haben mir bisher kaum bei der Assetallokation geholfen. So ist schon die Prognose von zentralen Daten wie Zinsen, Wechselkursen und Ölpreisen schwierig. Beispielsweise werden seit sehr vielen Jahren steigende Zinsen prognostiziert, ohne dass diese bisher in nennenswertem Umfang gestiegen sind. Selbst wenn eine Datenprognose gelingen würde, gibt es kaum eindeutige Auswirkungen von einzelnen Datenänderungen auf Wertpapierpreise. Wertpapierkurse hängen von vielen Faktoren ab, von denen sehr viele schwer zu prognostizieren sind.

Meiner Ansicht nach sind Wertpapierpreisdaten aber hilfreich, um Verlustrisiken zu schätzen. Daher finde ich die Zeitreihen des Nobelpreisträgers Robert Shiller besonders interessant. Auf seiner Internetseite hat er für die USA monatliche Daten seit 1871 zusammengestellt und gibt neben Aktienkursen auch Unternehmensgewinne, Dividenden, Zinsen, Inflation und jährliche Hauspreise an.

Für die Analyse von Renditen von Aktien und Anleihen und Risikoprämien sind die jährlichen Daten von Aswath Damodar hilfreich, die ab 1928 zur Verfügung stehen.

Wer sich für die Performance von Faktoren wie Value und Small Cap interessiert, sollte die monatliche Faktorzeitreihe von Kenneth French nutzen, die ab 1920 zur Verfügung steht. Aber auch mit Hilfe dieser Quelle halte ich gute Risikoprämien- oder Faktorperformance-Prognosen für überaus schwierig.

Kostenlose Analysetools, die auch für Profis geeignet sind

Gute Daten alleine reichen den meisten Profis nicht, um gute Portfolios zu beurteilen oder gar zu entwickeln. Dazu braucht man auch "Werkzeuge", sogenannte Tools.

Selbst für Profis ist es oft schwer, Multi-Asset Portfolios in unterschiedlichen Perioden zu beurteilen. Dazu ist der "Portfoliovisualizer" besonders gut geeignet. Damit können nicht nur Asset-Allokations-Backtests gemacht werden, sondern zum Beispiel auch unterschiedliche Rebalanzierungs- und Markettimingvarianten getestet werden. Der Portfoliovisualizer eignet sich auch für die Erstellung klassischer Optimierungen und sogar für Simulationen und Faktoranalysen. Nachteil aus deutscher Sicht ist der Fokus auf US-Anlageinstrumente und den US Dollar.

"Portfoliocharts" macht sehr gute grafische Analysen der Vergangenheitsperformances zahlreicher Anlageportfolios, z.B. eines sogenannten (David) "Swensen" Portfolios oder eines "Ivy" Portfolios, das große US Universitätsstiftungsanlagen nachbilden soll. Sehr anschaulich sind zum Beispiel die "Drawdown"-Charts. Besonders attraktiv finde ich die Heatmaps, mit denen man Anlegern sehr gut die Vorteile langfristiger Anlagen zeigen kann.

Wer anstatt mit US-amerikanischen und nicht immer völlig transparenten fremden Tools lieber mit transparenten Formeln bzw. Tabellenkalkulationen direkt arbeitet, sollte sich die Tools von Auer/Seitz ansehen. Diese sind gut für klassische Portfoliooptimierungen aber auch Value-at-Risk-Berechnungen geeignet und verfügen neben Derivate- und Anleihetools auch über einen Zufallsgenerator.

Für eigene Musterportfolios mit in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen Wertpapieren kann man sehr gut die Tools auf www.morningstar.de nutzen.

Damit stehen Kapitalanlegern und ihren Beratern viele gute Daten und Tools zur Verfügung, mit denen sie Aussagen von Produktanbietern kritisch prüfen bzw. hinterfragen können.

Die Links zu den hier genannten Datenquellen und Tools findet man auf www.diversifikator.com über das "Detailmenu" unter dem Punkt „Detaildokumente/Publikationen/Infoquellen“.

ROBO-TOOLS: WAS BEIM KAUF ZU BEACHTEN IST (3-2018)

Robo-Advisor Technologie für die Geldanlage wird immer mehr zur Commodity. Schon in 2015, bei der Gründungsvorbereitung für Diversifikator, gab es in den USA kostenlose Robo-Advisor Shareware (s. z.B. wealthbot.io und diesen Blogbeitrag[284]). Inzwischen gibt es auch in Deutschland mehrere kommerzielle Anbieter. Es ist davon auszugehen, dass immer mehr Banken, Assetmanager und andere Vermögensverwalter und auch Fondsvermittler künftig Robo-Tools nutzen werden.

Unterschiedliche Gruppen von Anbietern

Neben "B2B" Robospezialisten mit professionellen Zielkunden wie Fincite, Elinvar und Weadvise gibt es schon etwas länger am Markt etablierte Softwareanbieter wie aixigo (eigener Robo-Advisor siehe investify.com) und niiio (www.niiio.de; der eigene Robo unter www.niiio.com), die auch solche Services anbieten.

Hinzu kommen Robo-Advisors wie Ginmon, Growney, Investify, Scalable, United Signals, Vaamo, Whitebox und andere, die ihre ursprünglich reinen B2C (Endkundenorientierte) Plattformen auch anderen Anbietern in White Label Lösung anbieten (zu weiteren Anbietern siehe z.B. die Digital Wealth Präsentation von micobo vom 13.12.2017 im Frankfurter Fintech Quartier).

Seit einiger Zeit bieten auch die sogenannten Pools bzw. Haftungsdächer Robo-Services bzw. Robo-Software an. Als weitere Gruppe kommen Depotbanken wie ebase mit Fintego und z.B. die DWS mit Wise und Union Investment mit MeinInvest hinzu. Auch Datenspezialisten wie vwd sind inzwischen auf der Angebotsseite zu finden.

Vier bis sieben Standard Robo-Tools

Dabei gibt es zahlreiche Gemeinsamkeiten aber auch Unterschiede in den Angeboten und viele Besonderheiten, auf die Interessenten achten sollten.

Fincite aus Mühlheim an der Ruhr, einer der B2B Pioniere in dem Markt, und Aixigo bieten Robo-Tools für 4 Bereiche an: Bei Fincite heißen sie „Analyse“ für die Kundenanalyse, „Allocate“ für die Assetallokation und Produktselektion, „Manage“ für die Orderausführung und „Interact“ und „Connect“ für Portfolioanalyse und Reporting. Aixigo nimmt eine ähnliche Aufteilung vor: „Profile“ für die Kundenanalyse und „Onboard“ für die Depoteröffnung, „Compose“ für die Assetallokation und Produktselektion, „Manage“ für die Orderausführung und „Analyse“, „Monitor“ und „Report“ für Portfolioanalyse und Reporting. Ähnlich ist es bei Elinvar mit "Portal", "Onboarding", "Investmentmanagement", "Bank- und Ordermanagement" und "Kommunikation und Reporting".

Dazu kommt bei Fincite noch „Save“ für Sparprogramme und „Discuss“ bei aixigo für die Interaktion zwischen Anbieter und Kunde.

[284] http://prof-soehnholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/

Unterschiedliche Anforderungen von Neu- und Bestandskunden

Natürlich unterscheiden sich die Angebote in vielerlei Hinsicht, z.B. in Bezug auf die User Experience und die dahinter liegende Technik. Dabei sind einige Dinge zu beachten: Zunächst muss man zwischen Neukunden und Bestandskunden unterscheiden. Um Neukunden zu gewinnen, darf man Interessenten vor allem bei der Kundenanalyse und dem technischen Onboarding nicht verlieren. Bei diesen Prozessschritten gibt es oft relativ viele Abbrecher, so dass ein sehr guter Kundensupport des Modulnutzers in dieser Phase sehr wichtig ist. Die Technik der Online-Legitimation und auch der Depoteröffnung ist dagegen inzwischen schon „Commodity".

Diese Robo-Tools werden aber nur für Neuanleger (Legitimation) bzw. zur jährlichen Risikoüberprüfung genutzt, andere Tools können häufiger genutzt werden und sind eher zur Differenzierung geeignet.

Risikoanalyse meist anhand von Volatilitäts- und nicht Verlusttoleranz

Die Erfüllung regulatorischer Mindestanforderungen bei der Analyse bzw. Klassifikation von Interessenten ist selbstverständlich. Darüber hinausgehende Fragen an Interessenten verlängern den Prozess und werden daher aus UX (User Experience) Gründen kritisch gesehen. Zusatzinformationen abzufragen ist zudem nur sinnvoll, wenn diese Informationen im weiteren Prozess auch genutzt werden. Das scheint nicht immer der Fall zu sein.

Fast alle Standard-Softwareangebote bestimmen die Risikotragfähigkeit von Anlegern dabei anhand von Schwankungstoleranzen (Volatilitätstoleranz) und die angeblich idealen Portfolios anhand von deren historischen Schwankungsdaten. Für Anleger sind aber die möglichen Verluste mit Kapitalanlagen relevanter als ihre Schwankungen. Außerdem sind Anleihen in den letzten Jahrzehnten meist nur sehr wenig volatil gewesen bzw. haben gute Renditen gehabt, was sich aber künftig leicht ändern kann, so dass ein reiner Bezug auf Vergangenheitsdaten kritisch sein kann. Zudem können unterschiedliche genutzte Zeiträume zu sehr unterschiedlichen Resultaten kommen, z.B. je nachdem, ob das Krisenjahr 2008 berücksichtigt wurde oder nicht (siehe z.B. diesen Blogbeitrag[285] und auch den „Pseudo-Optimierer" auf www.diversifikator.com zu den starken Sensitivitäten klassischer Optimierungen oder diesen Blogbeitrag[286]).

Meist einfache Allokationen aus Aktien und "risikoarmen" Anleihen

Auch bei der Assetallokation sind oft nicht so viele Unterschiede zu finden: Anleihen werden als weitgehende risikolos angesehen und Aktien sind für die Rendite zuständig. Je nach Anzahl der gewünschten Risikoprofile werden Mischungen von 20 Prozent Aktien bis zu 100 Prozent Aktien angeboten. Manchmal findet man noch Rohstoff-Future-Produkte in den Portfolios und Immobilienaktien. Es gibt nur wenige Ausnahmen. So nutzt Liqid auch klassische alternative Anlagen, das aber erst ab relativ hohen Mindestinvestments.

Manche Robo-Advisors bieten inzwischen auch Themenportfolios an.

[285] http://prof-soehnholz.com/schwankungen-sind-tolerierbar-intransparenz-nicht/
[286] http://prof-soehnholz.com/no-data-und-small-data-verschlechtern-die-anlageperformance/

Meist werden nur liquide replizierende ETFs genutzt

Auch bei der Produktselektion gab es zunächst kaum Unterschiede. Meistens wird nur auf ETFs zurückgegriffen. Die ETFs sollen meistens replizierend ("Derivatefrei") und nicht synthetisch sein und möglichst kostengünstig und liquide, dabei handeln einige Anbieter kaum und ETF-Liquidität müsste daher nicht so wichtig für sie sein. Auf Risiken von Wertpapierleihen von ETFs, die nicht so häufig kritisiert wurden wie Derivatenutzung, wird manchmal dagegen nur im "Kleingedruckten" hingewiesen.

Inzwischen gibt es einige - zumeist "abhängige" Robo-Advisors, die auch aktive Fonds berücksichtigen. Das führt zu relativ teuren Portfolios.

Zunehmend kommen auch Robo-Advisors an den Markt, die „aktiv“ einzelne Aktien selektieren und zu Portfolios kombinieren. Die Portfolios werden oft "aktiv" gemanagt, was ebenfalls typischerweise zu relativ hohen Gebühren führt.

Auf die effiziente Orderausführung achten

Offenbar ist eine effiziente Order-Umsetzung nicht so einfach. Aktueller Marktführer in Bezug auf Robo-Kooperationspartner und durch die Zusammenarbeit mit Scalable wohl auch in Bezug auf die Assets under Management ist die Baader Bank. Mit einigem Abstand folgen die DAB und ebase. Auch die Sutor Bank, die FFB und die ING-DiBa haben konzernunabhängige Robo-Advisors als Kunden. Andere Onlinebanken, Retail-Depotbanken und sogenannte Vermögensverwalter-Banken sind bisher dagegen öffentlich noch kaum in Erscheinung getreten. Aber sie arbeiten an den Themen, wie zum Beispiel diverse Vorträge auf dem Fondskongress in Mannheim vom Januar zeigen.

Zu den Orderingtools zählen auch sogenannte Rebalanzierungstools. Je nach Konzept werden Robo-Portfolios unterschiedlich oft rebalanziert. Der „Aktivitätsindex“ von brokervergleich.de für Februar 2017 bis Januar 2018 zeigt, wie oft es in den Depots zu Umschichtungen kommt: „Während GINMON bisher keinen einzigen Kauf beziehungsweise Verkauf tätigte, sind zum Beispiel Whitebox und Scalable Capital zeitweise sehr aktiv“ heißt es dort.

Besonders bei vielen Umschichtungen braucht man eine gut funktionierende Rebalanzierungssoftware und für kleine Anlagevermögen auch die Möglichkeit, "Bruchteile" von ETFs bzw. Aktien umzusetzen, denn die mit Rebalanzierungen verbundenen Transaktionskosten können für Anleger oder Anbieter sehr hoch sein, wenn die Depotbank keine effiziente Umsetzungsmöglichkeit bietet.

Einige der Depotbanken haben (noch) keine effizienten standardisierten Vermögensverwaltungsprozesse und manche wickeln nur Fonds und keine Einzelwertpapierportfolios ab.

In den USA wird von Robo-Advisors auch noch Tax Loss Harvesting angeboten. Steuerinduzierte Verkäufe bzw. Käufe von Portfoliobestandteilen sind jedoch in Deutschland aktuell nicht attraktiv.

Defizite bei Analyse- und Reportingtools

Portfolioanalyse- und Reportingtools hänge stark davon ab, was die jeweilige Depotbank an Daten liefern kann. In Bezug auf adäquate Benchmarks und Peergroups aber auch einfache Faktoranalysen ist hier offenbar noch Einiges zu tun. Nur wenige Robo-Advisors liefern genug gute Informationen, Daten und Tools, um intensive Analysen vor einer Investition zu ermöglichen. In kaum einem Fall können Endanleger die Assetallokationen und Wertpapierselektionen sowie das Risikomanagement vorab ordentlich prüfen.

In Bezug auf Kommunikationstools gibt es heute dagegen schon sehr kostengünstige Lösungen für Onlinechats. Gute Standard-Chatbots habe ich dagegen noch nicht gesehen. Aber das wird sicher noch kommen.

Die Wahl der richtigen Partner ist sehr wichtig

Wenn man einen "eigenen" Robo-Advisor entwickelt, steht die Definition der Vertriebsstrategie an erster Stelle (s. z.B. diesen Blogbeitrag[287]). Erst danach sollte die Definition der Anlagestrategie und anschließend die Selektion der Depotbank folgen. Der Robo-Software-Lieferant und die passenden Robo-Tools können zuletzt ausgewählt werden. Wenn man keine eigenen Ressourcen für ein solches Projekt hat, sollte man einen Unternehmensberater mit einschlägiger Erfahrung dafür engagieren.

Wenn man einen eigenen Robo-Advisor möglichst schnell implementieren möchte, sollte man sich einen Robo-Partner suchen, der schon erfolgreich mit der gewünschten Depotbank zusammenarbeitet.

Auch die Frage, wie lange die Partner am Markt bleiben werden und wie sie ihre Software weiter entwickeln werden, ist von entscheidender Bedeutung. Diesbezüglich haben etablierte und größere Anbieter sicher Vorteile gegenüber neuen Wettbewerbern, die dafür vielleicht mit niedrigen Kosten und höherer Flexibilität punkten können.

Außerdem sollte man darauf achten, inwieweit die Kooperationspartner mit eigenen Lösungen mit einem selbst im Wettbewerb stehen. Dabei ist der Schutz der Endkundendaten besonders wichtig.

Lizenzen können ein weiteres Selektionskriterien sein. So sind Anbieter ohne Vermögensverwaltungslizenz darauf angewiesen, mit Partnern zu kooperieren, die sie unter ihr Haftungsdach nehmen. Das kann auch die Depotbank übernehmen.

Hinweis: Mein Unternehmen Diversifikator entwickelt innovative und besonders online geeignete "most passive" und "Pure ESG" Portfolios für Partner (B2B-Ansatz). Diversifikator arbeitet - je nach Kundenanforderung - mit unterschiedlichen Beratern, Softwareanbietern und Depotbanken zusammen (offene Plattform).

[287] http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/

LISTE MIT ÜBER 50 FINTECHS FÜR INSTITUTIONELLE KAPITALANLEGER (4-2018)

Vor Kurzem durfte ich einen Beitrag zu „Fintechs für institutionelle Investoren“ im Absolut Report veröffentlichen (Zusammenfassung siehe hier[288]). Aufgrund positiver Resonanz zu dem Beitrag habe ich mich entschlossen, die Analyse hier fortzuschreiben.

Für die Liste dehne ich strenge Fintechdefinition etwas, um eine möglichst attraktive Liste von Fintechs für (semi)institutionelle Anleger und auch Assetmanager zusammenzustellen. Dabei werden Unternehmen mit überwiegenden Onlineservices aufgeführt, die für (semi)institutionelle Kapitalanleger, also auch kleine Stiftungen oder Family Offices, interessant sein könnten. Das gilt auch, wenn sie primär auf Business-to-Business oder Privatkundengeschäfte ausgerichtet sind oder ursprünglich als "Offline-Anbieter" gegründet wurden und jetzt überwiegend Online-Services anbieten aber älter sind als typischerweise junge Fintechs. Anbieter von klassischer Software werden nicht aufgenommen es sei denn es handelt sich z.B. um Anbieter von Online-Risikomanagementtools oder auch B2B Robo-Advisor.

Es werden nur Unternehmen in die Liste aufgenommen, welche die langfristigen Kapitalanlage unterstützen können, aber keine auf kurzfristiges Trading fokussierten Fintechs. Ausnahme sind Unternehmen die z.B. Algorithmen anbieten, die als eine Art Hedgefondsersatz angesehen können. Anbieter sogenannter Kryptowährungen werden nicht berücksichtigt, da es sich dabei meist nicht um Währungen sondern eher um elektronische Gutscheinsysteme mit spekulativem bzw. Tradingfokus handelt.

Aus Deutschland sind die folgenden Unternehmen zum Start der Liste dabei: Absolut Research, Ariva, Auxmoney, Crosslend, Diversifikator, Exporo, Firamis, Immorocks, JustETF, Placement-Board, QPLIX und United Signals. Aus der Schweiz sind zum Start Carbon Delta, Dealmarket, Fundbase, Investory, Partners for Sustainability, The Screener und WealthInitiative aufgeführt. Allerdings sind nicht alle Services der internationalen Anbieter ohne Weiteres auch für deutsche Anleger zugänglich.

Da ich die Services der Unternehmen bis auf wenige Ausnahmen nicht getestet habe, kann ich zu Kosten/Nutzen und Qualität der Services leider keine Aussagen machen.

Ich würde mich freuen, wenn sich Unternehmen, die ich übersehen habe, zur Aufnahme in die Liste bei mir melden würden. Auch Hinweise zu Ergänzungen in Bezug auf die aufgeführten Schwerpunktaktivitäten und andere Verbesserungen nehme ich für künftige Versionen natürlich gerne auf.

Institutionen, die ausschließlich für eigene Zwecke investieren und die keine Assetmanagement-Produkte anbieten, können den o.g. Beitrag aus dem Absolut|report 01/2018 als kostenloses Leseexemplar anfordern. Andere Interessenten erhalten bei Absolut

[288] http://prof-soehnholz.com/fintechs-fuer-institutionelle-anleger/

Research Informationen zu dem Jahresabonnement: Kontakt: info@absolut-research.de (Fax 0049 (0)40 303779-15).

Die aktuelle „Liste mit über 50 Fintechs für institutionelle Kapitalanleger“ findet man auf www.prof-soehnholz.com[289].

Meines Wissens gibt es bisher keine vergleichbare Liste im deutschsprachigen Raum.

Sind Machine Learning und Big Data schlecht für Kapitalanleger? (1-2018)

„Maschinelles Lernen ist ein Oberbegriff für die „künstliche“ Generierung von Wissen aus Erfahrung: Ein künstliches System lernt aus Beispielen und kann diese nach Beendigung der Lernphase verallgemeinern. …. Das Thema ist eng verwandt mit …. „Data-Mining“ (Wikipedia, 19.11.2017). Unter Data-Mining „versteht man die systematische Anwendung statistischer Methoden auf große Datenbestände (insbesondere "Big Data" bzw. Massendaten) mit dem Ziel, neue Querverbindungen und Trends zu erkennen.“ (Wikipedia, 19.11.2017).

Während sich maschinelles Lernen zunächst gut anhört, wird „Data-Mining“ von unabhängigen Finanzexperten schon lange stark kritisiert. Mit meiner Firma Diversifikator verfolge ich bewußt einen möglichst einfachen Ansatz, der ohne (No Data) bzw. mit wenig (Small Data) Daten auskommt (s. auch Evidenzbasierung[290] und Researchbasierung[291]).

In effizienten Kapitalmärkten bringt Big Data keine Vorteile

Es gibt mehrere mögliche Argumentationslinien: Wenn man von der vollkommenen Effizienz der Kapitalmärkte überzeugt ist, heißt das, dass die Kapitalmärkte jederzeit alle verfügbaren Informationen widerspiegeln. Ein Informationsvorsprung durch mehr oder andere Daten (Data-Mining) oder bessere Auswertungen der Daten (Machine Learning) wird nach dieser Theorie sofort bzw. - bei der abgeschwächten Markeffizienz-Annahme - kurzfristig von anderen Marktteilnehmern eingeholt, so dass man damit keine oder nur sehr kurzfristige finanzielle Vorteile erhält. Investitionen in Daten oder maschinelles Lernen lohnen sich so nur für sehr wenige Anleger und "Small Data" schadet nicht.

Wenn der Kapitalmarkt nicht effizient wäre, sollte es Finanzprodukte bzw. Portfoliomanager geben, die den Markt dauerhaft schlagen. Das war aber in der Vergangenheit nicht der Fall bzw. wenn es solche Manager bzw. Produkte gab, konnten sie nicht systematisch vorab identifiziert werden. Wenn es mal einem Manager gelang, jahrelang bessere Performance als eine adäquate passive Benchmark zu erwirtschaften, war das statistisch zu erwarten, also Zufall.

[289] http://prof-soehnholz.com/liste-mit-ueber-50-fintechs-fuer-institutionelle-kapitalanleger/
[290] http://prof-soehnholz.com/konzeptionell-regelbasierte-small-data-portfolios-statt-evidence-based-investing/
[291] http://prof-soehnholz.com/was-ein-robo-advisor-aus-aktuellem-research-lernen-kann/

Trotzdem gibt es offenbar zunehmend mehr Anhänger von Big Data im Finanzsektor. Dabei ist Data-Mining nicht grundsätzlich neu, wie man z.B. bei einigen großen Hedgefondsanbietern feststellen kann, sondern kann mit heutigen Computerkapazitäten und verfügbaren Daten nur effizienter durchgeführt werden als früher. In der Vergangenheit war Data-Mining aber offenbar keine besonders erfolgreiche Geldanlagestrategie. Denn wenn Data-Mining in der Vergangenheit erfolgreich gewesen wäre, hätten viel mehr Finanzprodukte Überrenditen erbringen müssen (Nachtrag: siehe dazu auch Marcos Lopez de Prado: Top 10 Reasons Most Machine Learning Funds Fail, Computational Research Division, Lawrence Berkeley National Laboratory, Arbeitspapier vom 27.1.2018).

Sogenannte (oft Data-Mining basierte) Backtests mit sehr guten Rückrechnungsergebnissen sind relativ einfach zu produzieren. Inzwischen git es einen ganzen Zoo von Faktoren, mit denen man angeblich Outperformance genieren kann. Viele der Tiere im Zoo wurden mit Hilfe von Data-Mining identifiziert. Finanzprodukte mit guten Backtests zeigen jedoch sehr häufig relativ schlechte Performance, nachdem man sie tatsächlich am Markt kaufen kann. Das kann man z.B. aktuell an zahlreichen sogenannten Smart-Beta ETFs sehen (s.a. Faktorinvestments[292]).

Eines der Grundprobleme ist, dass Portfoliomanager für ihre Modelle neben guten Vergangenheitsdaten oft auch zahlreiche gute Prognosen benötigen, zum Beispiel Prognosen über Faktorentwicklungen. Finanzprognosen sind aber besonders schwierig („vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen“, unbekannter Verfasser). So reicht es meist nicht, wenn die gute Performance attraktiver Faktoren der Vergangenheit einfach fortgeschrieben wird.

Man kann natürlich argumentieren, dass die EDV-Fortschritte erst jetzt so groß sind, dass maschinelles Lernen und Big Data künftig zu besseren Ergebnissen führen werden. Das wäre allerdings noch zu zeigen. Ich bleibe skeptisch.

Passive günstige "small data" Anlagen sind besser als aktive Anlagen

Eher scheint das Gegenteil zuzutreffen: Einfache "Small Data" Geldanlagen scheinen komplexen "big data" Geldanlagen überlegen zu sein. Das sieht man nicht nur an den Vergleichen von aktiven (eher "Big Data") mit passiven (eher "Small Data") Geldanlagen. Dabei kann man noch argumentieren, dass die passiven nur besser abschneiden, weil sie mit weniger Kosten verbunden sind. Aber auch nach Bereinigung um die höheren Kosten sind aktive Manager meist nicht besser als passive.

Es gibt weitere Indikationen dafür, dass einfache Geldanlagen besser sind als komplexe. So erweist sich eine naive Allokation auf Anlageklassen, z.B. die 50/50 Aufteilung auf Aktien und Anleihen, oft als mindestens ebenso gut wie komplexere Allokationen.

[292] http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/

Auch innerhalb der Anlageklassen kann man zeigen, dass Gleichgewichtungen von Aktien anderen Gewichtungsmethoden sehr oft überlegen sind (Gleichgewichtung)[293]. Zudem kann man meist feststellen, dass Portfolios mit relativ seltenen Anpassungen sogar unabhängig von den teilweise sehr hohen Kosten häufiger Umschichtungen kaum schlechtere Ergebnisse bringen als Portfolios mit häufigeren Umschichtungen, selbst wenn diese durch noch so ausgearbeitete quantitative Risikomanagementsysteme veranlasst werden (siehe z.B. Rebalanzierungen/Sparpläne und Dokument **Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen**[294] auf www.diversifikator.com).

Hinzu kommt, dass viele der aktiven und/oder quantitativen Fonds in Bezug auf genutzte Daten und Modelle sogenannte Black Boxes sind, die selbst für professionelle Fondsanalysten kaum nachvollziehbar sind. Einfache Ansätze sind naturgemäß transparenter.

Und den zahlreichen benchmarkorientierten institutionellen Anlegern bringt Big Data und Machine Learning auch nicht viel, da sie sowieso nur möglichst wenig von ihren Benchmarks abweichen dürfen.

Geldanlagemanager sollten daher nicht dazu gezwungen werden, möglichst viele Daten zu verarbeiten. Ein solcher Druck kann von der Aufsicht kommen oder von anderen sogenannten Stakeholdern.

Den Konflikt möchte ich an einem konkreten Beispiel verdeutlichen: So kann man argumentieren, dass z.B. verantwortungsvolle ESG-Portfolios (Environment, Social, Governance) sehr zeitnah Informationen zu möglichen Problemen ("Controversies") eines Unternehmens in einem dieser Bereiche umsetzen sollten. Damit müssen „News“ über alle Unternehmen sehr zeitnah verfolgt werden und es muss abgeschätzt werden, wie stark die möglichen Auswirkungen von News auf die E, S und G Dimensionen für das jeweilige Unternehmen wirken.

Inzwischen gibt es professionelle Anbieter, die solche Services teilweise sogar zu erträglichen Preisen verkaufen. Durch die Nutzung solcher Daten kommt es typischerweise zu Umschichtungen in Portfolios, die mit teilweise erheblichen Kosten verbunden sind. Wir konnten bisher nicht feststellen, dass die Nutzung solcher Informationen zu besseren Anlageergebnissen führt. Das liegt aber vielleicht auch daran, dass unsere Vorabselektion der Aktien hohe Anforderungen an die ESG Kriterien stellt.

Gut für Anbieter: Einfachere Compliance und Vermarktung mit Big Data

Auch die ESG-Portfolios von Diversifikator sind daher sehr einfach und vor allem transaktionsarm bzw. kostengünstig gehalten (siehe Konzeptionell-regelbasierte Portfolios[295]). Aber institutionellen Anlegern werden Zusatzservices angeboten, so dass neue Entwicklungen

[293] http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/
[294] https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Diversifikator%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf
[295] http://prof-soehnholz.com/konzeptionell-regelbasierte-small-data-portfolios-statt-evidence-based-investing/

bei Bedarf auch schnell umgesetzt werden können. So hilft „Big Data“ (Newsidentifikation) und Machine Learning (automatisierte Berechnung der möglichen Newsauswirkungen auf die E, S, G Qualität eines Unternehmens) in diesem Fall zwar nicht unbedingt dabei bessere Anlageergebnisse zu erreichen, aber interne (Compliance) und externe Anforderungen sind leichter zu erfüllen.

Weitere positive Auswirkungen von Big Data und maschinellem Lernen habe ich in der Kapitalanlage bisher aber noch nicht in überzeugender Form gesehen.

Anleger kaufen aber vielleicht trotzdem lieber ein „modernes“ Portfolio, das maschinelles Lernen und Big Data verfolgt, als ein „einfaches“ Portfolio. Sie sollten jedoch immer versuchen, Transparenz über die Daten und Modelle der Portfoliomanager zu erhalten und vor allem die mit diesen Ansätzen verbundenen (Transaktions-)Kosten beachten, denn bisher haben sich höhere Kosten in der Kapitalanlage nur sehr selten ausgezahlt.

Anders sieht es im Kundenservice aus. Hier kann mit Hilfe von vielen Daten und maschinellem Lernen grundsätzlich ein besserer Kundenservice geboten werden. Als Beispiel wird dabei gerne Amazon mit seinen maßgeschneiderten Kaufempfehlungen genannt. Dafür müssen jedoch Daten des Anlegers genutzt werden.

Aber auch in diesem Fall geht Diversifikator bewusst einen anderen Weg, den wir als "No Data" bzw. "Small Data" Ansatz bezeichnen. Geldanleger müssen ihren Depotbanken und Anlageberatern bzw. Vermögensverwaltern sowieso schon sehr viele und zunehmend mehr Daten offenlegen. Diversifikator selbst möchte diese Daten nicht auch noch einmal erheben (siehe Fintechs und Datenschutz[296]). Stattdessen werden Daten und Tools anmeldefrei und kostenlos zum "Test-it-Yourself" bereitgestellt.

Zur Bestimmung der individuell geeigneten Anlageallokation kann der Anleger selbst oder sein Berater mit Hilfe eines einfachen (Small Data) und komplett transparenten Tools die Verlusttoleranz des Anlegers feststellen. Es sind weder (meist intransparente) Prognosen noch Optimierungen nötig. Kriterienbasiert und ebenfalls prognose- und optimierungsfrei ("Small Data") können Anleger und Berater zum Beispiel aus mehreren verantwortungsvollen ESG Portfolios wählen.

Big Data und Machine Learning sind in Bezug auf Research und Umsetzung bzw. Handel mit zusätzlichen Kosten verbunden und führen damit tendenziell zu niedrigeren Kapitalanlagerenditen. Die Compliance und der Vertrieb bzw. Kundenservice kann jedoch damit grundsätzlich unterstützt werden. Ob Anlegern das Wert ist, müssen sie selbst entscheiden.

Datenschutz und Regulierung von Robo-Advisors (11-2015)

Es gibt inzwischen auch in Deutschland zahlreiche sogenannte Fintechs. Vereinfacht gesagt sind das Unternehmen, die Finanzdienstleistungen mit Hilfe von (Internet-)Technik weitgehend oder komplett online erbringen. Das bringt viele Vorteile für Kunden, vor allem

[296] http://prof-soehnholz.com/fintechs-und-datenschutz-kann-man-daten-wirklich-wieder-zurueckholen/

oft geringere Kosten als bei traditionellen Angeboten. Robo-Advisor sind eine Untergruppe der Fintechs. Sie sind auf Online-Finanzberatung spezialisiert. Deren wichtigste Untergruppen sind die Online-Versicherungsberatung und die Online-Anlageberatung („Anlage Robos“) und das Online-Trading („Handels-Robos“). Anlage-Robos übernehmen nehmen Finanzanalyse- auch klassische Portfoliomanagementaufgaben.

Ein typischer Anlageberatungsprozess[297] setzt sich wie folgt zusammen:

- Bestimmung der finanziellen Situation und der Präferenzen des Anlegers
- Vermögensallokation und Auswahl der Anlagetitel, z.B. ETFs oder Aktien
- Erstellung eines Anlagevorschlags
- Abschluss/Vertrag/Transaktion
- Information/Reporting
- Risikomanagement
- Überprüfung der Anlageentscheidung

Für eine gute Anlageplanung sollten das Vermögen, die Schulden, das laufende Einkommen, typische Ausgaben und zusätzliche Ausgabepläne von Anlegern bekannt sein. Um einen umfassenden Überblick zu haben, ist außerdem die Jobperspektive und das Jobrisiko wichtig sowie die familiäre Situation, konkret zum Beispiel erwarte Ausgaben für die Ausbildung von Kindern oder mögliche Pflegeaufwendungen für nahe Angehörige. Auch Informationen über kostspielige Krankheiten sind wichtig für die Finanzplanung. Hinzu kommen Informationen über den Status der gesetzlichen und betrieblichen Altersvorsorge und Erbschaftspläne.

Diese Informationen sollten idealerweise systematisch aufbereitet sein und auch regelmäßig überprüft werden. Dazu bietet sich Software wie Quicken[298] o.ä. an. Allerdings sind nur wenige kommerzielle Programme in der Lage, die o.g. Informationen in guter Form zusammenzufassen.

Wenn man sich gut beraten lassen möchte, sollte auch der Anlageberater über diese Informationen verfügen. Solche Daten gibt man nur Vertrauenspersonen. Man hofft, dass diese den Datenschutz sehr ernst nehmen. Es ist aber etwas völlig anderes, diese Daten „online zu stellen“. Skeptisch sollte man besonders dann werden, wenn die Onlineservices kostenlos erscheinen. Es gibt relativ wenige Onlineangebote, die aus humanitären oder sonstigen uneigennützigen Gründen kostenlos angeboten werden. Selbst in einem solchen Fall sollte man sich fragen, welche Datenschutzmaßnahmen sich ein solcher Anbieter leisten kann oder will, da er keine Einnahmen aus dem Service hat. Oft lassen sich Onlineanbieter jedoch zumindest teilweise indirekt auch mit „Daten“ bezahlen.

---

[297] in Anlehnung an Hackethal/Meyer/Rochow 2011, S. 29; Quelle zum Anlageberatungsprozess: Hackethal, A.; Inderst R.; Meyer, St., Rochow, T. et al. (2011): Messung des Kundennutzens der Anlageberatung, wissenschaftliche Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (BMELV) vom Dezember 2011

[298] Seit einiger Zeit Lexware FinanzManager genannt

Wenn man sich für einen kostenlosen Newsletter anmeldet und seine E-Mail Adresse angibt, hat man damit normalerweise kein Problem. Aber die oben aufgeführten Informationen, die für eine gute Anlageplanung nötig sind, gehören zu den „sensibelsten“ persönlichen Daten.

Über eine möglicherweise mangelnde Regulierung von Fintechs wird schon seit einiger Zeit diskutiert. Mangelnde allgemeine Regulierung stellt in diesem Fall nicht das größte Problem an. Anleger überweisen üblicherweise kein Geld an Robo-Berater und schon gar nicht an unregulierte Fintechs, sondern nur direkt an regulierte Depotbanken. Diese müssen alle üblichen Regularien wie die für Datenschutz und Geldwäsche einhalten. Mit dem neuen „Finanzpranger“ hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht außerdem ein zusätzliches Mittel, um unerlaubte Einlagengeschäfte zu unterbinden.

Die Regulierung der Beratung ist schwieriger: Eine mögliche Fehlberatung durch Robo-Berater ist schwer feststellbar. Um eine Fehlberatung zu identifizieren, müsste man diese mit einer „richtigen“ Beratung vergleichen. Ich kenne aber keine allgemein anerkannten Kriterien für richtige Beratung. Ich habe online noch nicht mal ein z.B. von Verbraucherzentralen empfohlenes standardisiertes Anlage-Beratungsprotokoll finden können.

Man kann aber vermuten, dass eine korrekte Beratung nicht möglich ist, wenn nicht die wichtigsten der oben genannten Informationen abgefragt werden. Diese müssen dann auch gespeichert werden. Was meines Wissens bisher aber nicht diskutiert wird ist die Frage, inwieweit die sensiblen Kundendaten weitergegeben werden dürfen und ob sichergestellt ist, dass die Daten nicht in unerwünschte Hände fallen.

Gewiss kann man Kunden heute noch relativ einfach dazu bringen, ihre Einwilligung zur Datennutzung bzw. sogar zum Datenverkauf zu geben. Aber wie lange wird das noch möglich sein? Wenn man sowieso eine fast völlige Transparenz über die Einkommen und Vermögen sogar von Nachbarn hat, wie in Dänemark, erscheint das unproblematisch. Aber in Deutschland ist unsere Kultur noch anders. Wir sprechen nicht gern über diese Dinge. Wenn es künftig zu einem Datenleck kommt, bei dem solche sensiblen Daten bekannt werden, kann das für die Geschäftsmodelle der Fintechs bzw. Robo-Berater schnell kritisch werden. Zumal diese auch heute schon unter Druck stehen, weil die Kundengewinnung schwierig bzw. teuer ist.

DATENSCHUTZ: KANN MAN ALLE DATEN ZURÜCKHOLEN? (12-2016)

Ich weiß nicht, ob Daten, die einmal zur Fremdnutzung freigegeben wurden, auch immer wieder „zurückgeholt“ werden können. Mir geht es dabei vor allem um Finanzdaten, die Überlegungen sind aber möglicherweise für andere sensible Daten auch relevant.

Wenn man sich die inzwischen üblichen Selbstvorstellungen (Pitches) von Fintechs auf Konferenzen anhört oder auf ihren Internetseiten ansieht, fallen unter anderem folgende Begriffe: Big Data, künstliche Intelligenz, Kontoaggregation, volle Transparenz über alle Finanzthemen usw. Das hört sich erst mal gut und nach „Convenience“ an. „Convenience“ kann man mit Komfort aber auch mit Bequemlichkeit übersetzen. Ein Schelm, wer Böses dabei denkt.

Spielen wir das doch einmal theoretisch durch: Man gibt einem Fintech (genauer: einer App) alle seine Konto-Passwörter, damit alle Konten bequem zusammengeführt werden. Das kostet noch nicht einmal etwas. Das ist toll!

Das Fintech will aber überleben, Geld verdienen oder sogar einen erfolgreichen sogenannten „Exit“ machen. Ein erfolgreicher Exit heißt, dass die Unternehmensgründer und die früh am Unternehmen Beteiligten ihre Anteile für viel Geld an dann neue Beteiligte verkaufen. Das Unternehmen wird aber nur schnell viel wert sein, wenn es Umsatz generieren kann. Und für Umsatz sind Einnahmen erforderlich, die zum Beispiel von Werbetreibenden kommen. Werbetreibende wollen möglichst zielgenaue Werbung betreiben und brauchen dafür möglichst viele Daten. Detaillierte Finanzdaten sind besonders begehrt. Wenn das Fintech Zugriff auf Girokonten und Anlagekonten hat, kann es sehr viel in Erfahrung bringen. So kann es herausbekommen, wie viel Geld man für einzelne Versicherungen zahlt und man kann alternative Angebote machen und vieles mehr. Auch das ist erst mal gut, weil man so ja Geld sparen kann oder bessere Services oder Produkte für vergleichbare Kosten bekommen kann.

Das Fintech kann individuelle Daten nach Vorgaben der Werbetreibenden auswerten. Einfacher für das Fintech ist es aber, die Daten direkt an Externe weiterzugeben, zum Beispiel eine Versicherung, die wahrscheinlich besser ein passendes maßgeschneidertes Angebot für alternative Versicherungspolicen zusammenstellen können als das Fintech, denn das ist ja ihre besondere Expertise.

Der Nutzer, der ja für die Kontoaggregation nichts bezahlt, stimmt in der Regel schon bei Vertragsabschluss und oft nur mit einem „Häkchen“ zu, dass seine bzw. ihre Daten verwendet und ggf. sogar weitergegeben werden können. Zum Glück kann man laut Gesetz einem Unternehmen untersagen, die Daten künftig weiter zu verwenden bzw. sogar fordern, die Daten ganz zu löschen. Wenn man das macht, kann man aber auch keine kostenlosen Services mehr vom Unternehmen erwarten.

Nach aktuellen Umfragen sind viele Verbraucher gerne bereit Daten herzugeben, um kostenlose Services zu bekommen. Aus Sicht der Anbieter ist es also ein geringes Risiko, dass sie von einzelnen Nutzern keine Daten mehr nutzen dürfen, weil diese dem widersprechen. Technisch aufwändig wird es, wenn die Fintechs ihren Nutzern dokumentieren müssen, was sie mit den Nutzerdaten machen. Aufwändig ist es auch, wenn Nutzer wirklich wissen wollen, an wen ihre Daten weitergegeben wurden.

Wenn der Nutzer dann erfährt, an welche andern Unternehmen Daten von ihm/ihr weitergegeben wurden, kann er diese anderen Unternehmen auffordern, seine Daten zu löschen. Das ist ziemlich mühsam für den Verbraucher. Ich konnte bisher keine Bestimmung finden, die den Datenersterheber (hier: Fintech) zwingen, dafür zu sorgen, dass die weitergegebenen Daten ebenfalls gelöscht werden. Aus Datenschutzgründen ist das aber wichtig, auch wenn es weiteren Aufwand beim Datennutzer bedeutet.

Unklar ist mir auch, ob die Daten vom zweiten Unternehmen, an welches die Daten weitergehen, wiederum weitergegeben werden dürfen, schließlich hat der Nutzer des Fintechs der Datenweitergabe ja anfangs ausdrücklich zugestimmt. Solange ich keine befriedigende

Antwort auf diese Frage bekomme, werde ich persönlich sensible Daten äußerst ungern weitergeben. Und ich betrachte fast alle meine persönlichen Daten als potentiell sensibel.

Sofern bzw. solange Nutzer keine effiziente Möglichkeit haben, ihre Daten kurzfristig und effizient wieder „zurückzuholen“ erwarte ich, dass sich noch mehr Anbieter wie Diversifikator finden werden, die bewusst auf No bzw. Small Data setzen: No bzw. Small Data bedeutet, möglichst wenige Daten von Interessenten und Kunden haben zu wollen und diese Daten auch nicht weiterzugeben.

Und mit einigen Fintech Angeboten fühle ich mich auch ohne Datenweitergabe nicht wohl. Was passiert mit den Daten, wenn das Fintech in Finanznot gerät? Und das kann relativ häufig vorkommen, denn von Startups überleben meist nur relativ wenige.

Aber auch einige Angebote finanzkräftiger bzw. traditioneller Anbieter sehe ich skeptisch. Braucht man wirklich eine App, welche die aggregierten Vermögenswerte prominent auf dem Smartphone anzeigt, und sei es auch nur die von einer Bank? Kinder und andere Verwandte aber auch Kollegen und andere Bekannte können oft unbeabsichtigt unseren Smartphone-Bildschirm einsehen. Möchte ich, dass jemand anderes sieht, dass mein Vermögen sehr klein oder sogar negativ ist? Oder finde ich es gut, wenn die Zahlen hoch sind und von jemand anderem gesehen werden? Kinder könnten anspruchsvoller werden oder andere Verwandte und Nachbarn mitleidig oder neidisch. Vielleicht ist das aber auch gut, weil ich mir so das unnötig dicke Auto oder die repräsentative Wohnung sparen kann. So (an)gesehen können solche Apps sehr gut beim Sparen helfen.

Eine Servicepauschale ist attraktiver als ein Honorar-Stundensatz (10-2015)

Honorarberatung ist eine Finanzberatung gegen Honorar, welches vom Anleger bezahlt wird. Diese Art von Beratung ist in Deutschland noch kaum vertreten. Hier ist Provisionsberatung vorherrschend: Der Kundenberater bekommt seine Beratungs-(bzw. Verkaufs)leistung indirekt durch eine Provision vom jeweiligen Produktanbieter bezahlt.

In den Niederlanden und Großbritannien ist die Provisionsberatung inzwischen verboten. In Deutschland wurde ein Verbot diskutiert aber bisher nicht umgesetzt. Künftig müssen Produktanbieter jedoch nachweisen, dass die von ihnen gezahlte Provision zu Qualitätsverbesserungen in der Beratung führt. Es bleibt abzuwarten, welche Anforderungen an die Begründungen für Qualitätsverbesserungen gestellt werden. Bei scharfer Auslegung kann das ein „Provisionsverbot durch die Hintertür“ sein. Das erwartet aber kaum jemand in Deutschland.

Was mich bei der Diskussion am meisten wundert, ist, dass bei Honorarberatung fast nur über Kosten in Form von Beratungsstundensätzen gesprochen wird. Interessenvertreter der Honorarberater nennen mindestens EUR 150 pro Stunde, die für eine qualifizierte Beratung bezahlt werden sollte. Quirion von der Quirin-Bank zum Beispiel bietet telefonische Beratung für EUR 37,50 pro 15 Minuten an.

Kritiker der Honorarberatung führen an, dass alleine schon die Situationsanalyse des Kunden inklusive Beratungsprotokoll mehr als eine Stunde dauern kann. Künftig werden zudem höhere Anforderungen an die laufende Betreuung von Kunden gestellt. Kritiker bemängeln, dass sich Kleinanleger diese Beratung kaum leisten könnten und dann lieber Produkte ohne Beratung kaufen würden, was für diese Anleger nachteilig sein könnte. Diese Entwicklung könne man nach dem Provisionsverbot in Großbritannien sehen.

Kritiker eines Provisionsverbots behaupten, dass Kleinanleger beim traditionellen Provisionsmodell Beratung erhalten würden, die durch die Provisionen finanziert würden. Wenn man nachrechnet, wird die Diskussion schnell rationaler: Ein typischer deutscher Haushalt verfügt nur über etwa EUR 11.000 in Wertpapieren[299]. Nehmen wir an, dass der durchschnittliche Provisionsberater 1% p.a. laufende Provision an einem Wertpapier verdient (was hoch angesetzt ist) und keinen Ausgabeaufschlag mehr durchsetzen kann (einige Banken scheinen diese aber noch zu vereinnahmen): Dann erhält dieser Berater EUR 110 p.a. für diesen Haushalt, sofern er ihn komplett betreut. Dafür wird der Provisionsberater kaum mehr als eine Stunde Betreuung bzw. Beratung im Jahr investieren wollen.

Alternativ kann sich der durchschnittliche deutsche Haushalt eine Beratungsstunde beim Honorarberater leisten. Die Hürden dafür sind aber hoch: Der Kunde muss sich einen solchen Berater suchen, ihm seine Finanzen im Detail erklären, und dann noch die Hürde überwinden, einen Vertrag zu unterschreiben nachdem er EUR 150 pro Stunde zahlt und nicht sicher ist, was er dafür bekommt. Den Provisionsberater kennt er vielleicht schon, der Berater kennt ihn und ein Produkt ist oft auch schnell identifiziert für den Kunden. Ein Wechsel zu einem Honorarberater erscheint für viele Kleinanleger daher unattraktiv.

Warum mögen Provisionsberater keine Beratung gegen Stundensätze? Die neue Honorarberatungsregulierung erlaubt ihnen doch nur noch sich unabhängig zu nennen, wenn sie Honorarberatung anbieten. Das ist doch ein starker Anreiz, auf Honorarberatung umzustellen. Aber Berater haben nur eine begrenzte Anzahl von Stunden zu verkaufen. Viele ihrer Arbeitsstunden können nicht verkauft werden, weil sie der Administration oder Reisen dienen oder nicht zu den Zeiten des Kunden passen. Das Modell ist für sie also nicht skalierbar und damit oft finanziell nicht attraktiv genug.

Aber Verbraucherschützer mögen keine Provisionsberatung: Sie befürchten, dass dabei Produkte mit höheren laufenden Provisionen verkauft werden, weil Provisionsberater mehr an diesen verdienen. Teure Produkte kosten aber Rendite und sind daher nicht unbedingt die besten Produkte für Anleger. Bei Ausgabeaufschlägen bzw. Einmal-/Vorabprovisionen haben Verbraucherschützer zudem die Sorge, dass Kunden unnötig zum Wechsel von Produkten verleitet werden, denn jeder Produktwechsel bringt neue Einmal-/Vorabprovisionen.

Als Produktanbieter oder Provisionsberater kann man ganz gut argumentieren, dass die Beratung bzw. der Aufwand vor der Kundeninvestition erfolgt und daher Einmalgebühren berechtigt sind. Aber Produktwechsel sind oft mit hohen bzw. unnötigen Transaktionskosten verbunden. Ein Verbot von Einmal- bzw. Vorabprovisionen ist daher viel einfacher zu

[299] Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS) des Statistischen Bundesamtes für 2012, ohne Versicherungsanlagen

begründen als ein Verbot von laufenden Provisionen, die zumindest nicht zu unnötigen Produktwechseln verleiten, es sei denn, Berater empfehlen Produkte mit höheren Provisionen als Bestandsprodukte. Das ist zum Beispiel fast immer dann der Fall, wenn geschlossene Fonds oder strukturierte Anlagen klassische Investmentfonds ersetzen sollen.

Neben Provisionsberatung und stundenbezogener Honorarberatung gibt es ein drittes Modell, welches bisher kaum diskutiert wurde: Die vom Kunden bezahlte Servicepauschale, eine andere Ausprägung der Honorarberatung. Aus Sicht von Honorarberatern ist das interessant: Statt eines Stundenhonorars vom Kunden bekommen sie eine Pauschale, die z.B. von den betreuten Anlagevolumina abhängig sein kann, also z.B. 1% p.a. auf die beratenen Anlagen.

Die Berater werden also vom Kunden bezahlt und nicht mehr vom Produktanbieter, haben aber grundsätzlich die gleichen Einnahmemöglichkeiten wie im Provisionsberatungsmodell. Das kann dazu führen, dass sie z.B. künftig mehr günstige ETFs (Exchange Traded Fonds) für ihre Kunden selektieren statt teurer Fonds, da sie nicht mehr von Anbieterprovisionen abhängig sind. Mögliche Fehlanreize gibt es allerdings auch in diesem Modell: So verdient der Berater mehr, wenn die betreuten Kapitalanlagen steigen. Der Berater hat so einen Anreiz, gehebelte Investments zu empfehlen, auf die Provisionen auch auf das gehebelte Volumen anfallen können.

Solche Fehlanreize sind aber zu managen. Gute Berater sind an der langfristigen Zufriedenheit ihrer Kunden interessiert. Es sollte auch im Sinne von Verbraucherschützern sein, dass gute Berater auf ein Honorarberatungsmodell umstellen. Das wird Beratern mit einem Servicepauschalen-Modell sehr viel einfacher fallen als mit einem stundensatzbasierten Honorarmodell.

Technisch ist das Servicepauschalenmodell recht einfach umzusetzen: Honorarberater benötigen immer einen Vertrag mit ihren Kunden, in dem das vermögensbasierte Honorar vertraglich zugesichert wird. Das Honorar kann dann direkt von Depotbanken an die Berater abgeführt werden. Das wird zwar nicht dazu führen, dass die typischen Kunden mit einem Depot von 11.000 EUR plötzlich mehr beraten werden als vorher. Aber die Beratungsintensität sollte auch nicht sinken, wie es bei stundenbasierten Honorarmodellen der Fall sein kann, auch weil Kunden in dem stundenbasierten Modell immer wieder die Zustimmung für weitere Beratungsstunden- bzw. Zahlungen geben müssen, sofern sie nicht pauschale Beratungsstunden vereinbart haben.

Insgesamt sollte der Kunde von einem Servicepauschalenmodell profitieren, weil er jetzt günstigere Wertpapiere (ohne Provisionen) ins Depot bekommt und dadurch eine bessere Rendite erreichen kann als bisher. Bei einer besseren Rendite steigt auch die Zufriedenheit des Anlegers und das sollte auch für den Berater positiv sein.

Ein solches Servicegebührenmodell macht den Umstieg von klassischen Provisionsberatern auf „Honorarberatung“ wesentlich leichter und führt dazu, dass der Anleger seinen Berater einfacher behalten kann. Vielleicht führt das sogar zum – von Verbraucherschützern lange gewünschten – Aufschwung für die Honorarberatung zu Lasten der Provisionsberatung.

Es gibt aktuell allerdings eine Hürde für die Honorarberatung, sei es stundenbasiert oder Servicepauschalen-basiert: So gibt es einen steuerlichen Nachteil gegenüber der Provisionsberatung. Provisionen sind derzeit umsatzsteuerbefreit, wenn sie vom Produktanbieter an den Berater gezahlt werden. Wenn der Kunde eine Servicepauschale oder Stundenhonorar an den Berater zahlt, fällt dagegen Umsatzsteuer an. Das macht diese Art der Bezahlung um 19% teurer als anbieterbezahlte Provisionen. Hierfür sollte eine befriedigende Lösung gefunden werden.

MIFID II: TUNING FÜR ETABLIERTE BANKEN? 20 THESEN (8-2017)

Gut gemeint ist nicht unbedingt auch gut gemacht: Am 13.7.2017 hat die europäische Wertpapieraufsicht (ESMA) das Konsultationspapier für die Richtlinien für die Geeignetheitsprüfung von Kapitalanlagen veröffentlicht (siehe dazu auch Beitrag von RA Christian Waigel vom 20.7. in www.dasinvestment.com "Mifid II: 7 Neuerungen für Berater, Robo-Advisor und Kunden“.). Schon vor dieser Veröffentlichung war klar, dass Anlageberatungen künftig aufgezeichnet und gespeichert werden müssen. Aber erst mit dem Konsultationspapier wird deutlich, wie viele und wie detaillierte und umfassende Fragen Anleger beantworten müssen. Hinzu kommt, dass kritische und regelmäßige Überprüfungen der Antworten verpflichtend werden.

Anders als von vielen Beratungsanbietern noch vor einiger Zeit befürchtet, gibt es kein Provisionsverbot. Dafür müssen die Kosten der Geldanlage detailliert und aufwändig offen gelegt werden.

Hier sind meine 20 Hypothesen, was Mifid II für Anleger und Anbieter bedeuten wird und wer zu den Verlierern oder den wenigen Gewinnern gehören könnte:

1. Mit Sicherheit erhöhen die neuen Pflichten die Kosten für Beratungsanbieter.
2. Höhere Kosten werden entweder den Interessenten aufgebürdet, oder die verlangten Minimumanlagen ab denen Anlageberatung angeboten wird, werden erhöht.
3. Höhere Beratungskosten führen zu geringeren Renditen oder, wie in Großbritannien nach dem Provisionsverbot, zu geringeren Kapitalanlagen in Wertpapieren, weniger professioneller Beratung und mehr Selbstberatung.
4. Etliche kleine Anbieter von Anlageberatung werden die Anlageberatung einstellen und müssen so vielleicht sogar ihr ganzes Geschäft einstellen.
5. Berater werden versuchen, Kosten zu reduzieren, indem sie so viele der laut Mifid nötigen Angaben wie möglich durch den Anleger selbst in Online-Formulare eingeben zu lassen und so viele Datenprüfungen wie möglich zu automatisieren.
6. Anleger, die sich meist sowieso nicht gerne mit Geldanlagen beschäftigen, werden diese Angaben nicht bei mehreren Geldanlageanbietern machen wollen, sondern möglichst nur einmal. Anbieterwechsel werden also tendenziell noch geringer werden, als sie heute schon sind.
7. Anleger werden ihre Daten in erster Linie Geldanlageanbietern ihres Vertrauens zur Verfügung stellen. Das kann der langjährige persönliche bekannte Berater sein, wenn er denn sein Geschäft weiter betreibt, oder die Bank des Vertrauens. Es wird eher kein neuer unabhängiger Robo-Advisor sein sondern eher Robo-Plattformen, die zu etablierten Anbietern gehören, wie man in den USA an Vanguard und Charles Schwab sieht.

8. Technisch könnte diese Einmalangabe des Anlegers einfach auch anderen Geldanlageanbietern zur Verfügung gestellt werden. Das werden Anleger aus Datenschutzgründen jedoch nicht ohne Weiteres machen. Vielleicht etabliert sich aber auch ein neuer zentraler Service in diesem Bereich (neues Fintech?).
9. Anleger werden sich künftig vor Abschlüssen noch stärker online informieren, aber wohl weiter offline Beratung suchen (ROPO - Research online, purchase offline - also andersherum als im Einzelhandel).
10. Anleger, die sich künftig - wie schon meist bisher auch - an nur einen einzigen Berater wenden, erwarten von diesem Berater daher eine umso bessere Beratung.
11. Anbieter, die künftig nicht sehr hohe Transparenz und ausführliche Informationen zu den Vor- aber auch Nachteilen der angebotenen Produkte auch online bereithalten, werde es schwer haben, ihre Kunden zu halten.
12. Anbieter, die künftig keine kostengünstigen Produkte wie z.B. ETFs im Angebot haben, werden es schwer haben, ihre Kunden zu halten bzw. das Geschäft mit diesen auszuweiten.
13. Auch Anbieter, die Selbstentscheider unterstützen (und mit dieser Unterstützung Geld verdienen wie Robo-Advisors), können von der neuen Regulierung besonders profitieren.
14. Die Regulierung wird insgesamt zu günstigeren Kapitalanlagen führen, obwohl die Beratungskosten im Einzelfall oft steigen werden, denn der Anteil an (kostengünstiger) Selbstberatung und an kostengünstigen Produkten wird steigen.
15. So wie die Geeignetheitsfragen aktuell vorgesehen sind, werden Anleger noch risikoärmere Portfolios halten als sie bereits jetzt schon tun. So führt das von Mifid präferierte sogenannte regulierungsunterstützte Goal-Based Investing (siehe Beitrag "Goal-based investing[300]" dazu) zu niedrigeren Quoten potentiell renditestarker Anlagen wie Aktien. Außerdem stellen die Geeignetheitsfragen sehr stark auf Schwankungen ab und nicht genug auf mittelfristige Verlustrisiken, die auch bei Aktien relativ gering sind (siehe Abschnitt „Risikowahl“ auf www.diversifikator.com). Es ist zu hoffen, dass die vom Anleger abgefragten Risikoeinschätzungsinformationen künftig intelligent analysiert werden, was heute eher selten der Fall zu sein scheint (siehe Michael Tertlit/Peter Scholz: To Advise, or Not to Advise — How Robo-Advisors Evaluate the Risk Preferences of Private Investors, Hamburg 2017). So sollte zum Beispiel klar sein, dass eine 80jährige Anlegerin mit einem hohen Vermögen auch eine hohe Aktienquote vertragen kann.
16. Mifid II wird nicht zur Zunahme von typischer Honorarberatung führen, bei der Beratungszeit bezahlt werden, da durch höhere Regulierungsvorschriften mehr Beratungsstunden bezahlt werden müssen, was Anleger nicht mögen. Von Produktanbietern bezahlte Provisionen werden dagegen für unkritische Anleger attraktiv bleiben, wenn Vermittler erfolgreich suggerieren können, dass durch ihre Beratung Anbieterprovisionen gespart werden können. Kritische Anleger werden eher günstige Endprodukte haben wollen und werden dafür bereit sein, den Beratern direkt eine laufende Beratungs- oder Verwaltungsprovision zu zahlen, die Anlagevolumensabhängig sein kann. Da Anbieter mit solchen Provisionen sogar mehr verdienen können als mit teilweise rückvergüteten Produktanbieterprovisionen, werden solche Modelle zunehmen.
17. Offen ist, wie Anbieter, die bisher nur auf aktive Fonds gesetzt haben, ihren Bestandskunden erklären, dass ETFs vielleicht doch gar nicht so schlecht sind. Vielleicht argumentieren sie dann, dass ETFs in letzter Zeit so viel besser geworden sind, dass man sie jetzt beruhigt anbieten kann.

[300] http://prof-soehnholz.com/fuehrt-goal-based-investing-zu-niedrigeren-aktienanlagen-und-besseren-beratungsergebnissen/

18. Die Erklärungen, die nötig sind, um ETFs an Anleger zu verkaufen, sind aber gar nicht so einfach. Man kann einen Multi-Asset Fonds eines sogenannten Starfondsmanagers relativ einfach verkaufen, denn die Anleger müssen nur dem Starfondsmanager vertrauen. Einen aktiven Fonds aus ETFs zu verkaufen macht wenig Sinn, wenn man aktive Fonds vermeiden möchte. Aber Anlegern ein Portfolio aus mehreren ETFs zu verkaufen, erfordert gute Allokationsargumente und ist aufwändig, gerade wenn man auf ein zusätzliches Risikomanagement wert legt. Das wird insgesamt zur stärkeren Verbreitung von standardisierten ETF-Vermögensverwaltungen bzw. Muster- und Modellportfolios führen.
19. Bisher gibt es keine etablierten Benchmarks für Multi-Asset Fonds. Schon einfache Benchmarks aus 50% Aktien und 50% Anleihen sind schwer zu schlagen. Künftig werden auch investierbare Multi-Asset Benchmarks (siehe z.B. Weltmarktportfolio[301]) populärer werden. Das wird zu einem relativen Rückgang der Anlagen in aktiven Multi-Asset Portfolios führen.
20. Wenn es trotz all der detaillierten Regulierung eine Regulierungslücke gibt, dann ist das aus meiner Sicht das Thema verantwortungsvolle Kapitalanlagen. Es ist heute relativ einfach, in Bezug auf Fonds bzw. Portfolios festzustellen, wie gut sie in Bezug auf soziale, ökologische und Governance (ESG) Kriterien sind. Aber auch ohne Transparenzpflicht ist zu erwarten, dass Anbieter künftig zunehmend mehr ESG-Transparenz in ihre Angebote bringen werden.
    Von der neuen Regulierung werden also wahrscheinlich vor allem die etablierten Banken profitieren, allerdings müssen auch sie ihr Produktangebot, ihre Preispolitik und ihre Transparenz erheblich verbessern.

Institutionelles Herding ist ein viel größeres Problem als Algo-Herding oder Robo-Herding (7-2017)

Der Governor der Bank of England sieht "Algo-Herding" bzw. Herdenverhalten von Robo-Advisors als ein potentielles Problem: „Robo-advice and risk management algorithms may lead to excess volatility or increase pro-cyclicality as a result of herding, particularly if the underlying algorithms are overly-sensitive to price movements or highly correlated" (Mark Carney, Governor der Bank of England, am 26.1. 2017 laut Citywire.co.uk). Das sehe ich nicht so.

Robo-Advisors managen heute nur sehr wenige Anlagegelder. Selbst in den USA, in denen es Robo-Advisors schon erheblich länger gibt als in Deutschland, haben nur sehr wenige der über einhundert Robo-Advisors bisher mehr als eine Milliarde Dollar an Kundenvermögen akquiriert. Herding ist also trotz sehr guter Wachstumsraten der wenigen großen Anbieter auf längere Sicht kein volkswirtschaftlich relevantes Problem.

Aber selbst wenn Robo-Advisors sehr viel Geld managen würden, wäre Algo-Herding äußerst unwahrscheinlich.

Das kann man am besten mit Beispielen erklären. Zunächst nehmen Robo-Advisors typischerweise eine Risikoeinteilung von Anlegern vor. Diesen Risikoklassen werden

[301] http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/

verschiedene Portfolios zugeordnet. Wenn es nur Aktien und Anleihen als Anlagemöglichkeiten gäbe, würden risikoscheuen Anlegern meist Kombinationen von 20 bis 30% Aktien mit 70 bis 80% Anleihen und risikofreudigen Anleger 60 bis 100% Aktien mit 0 bis 40% Anleihen angeboten.

Die „erste Generation“ von Robo-Advisors ändert diese Allokationen normalerweise nicht, also auch nicht in Marktkrisen. Easyfolio ist ein Beispiel für einen solchen Ansatz.

Typischerweise investieren aber nicht alle Anleger gleichzeitig all ihr Geld in Robo-Portfolios, sondern das Geld fließt den Robo-Advisors über die Zeit zu. Ich sehe nicht, wie das zu Herdingproblemen führen sollte, selbst wenn sehr viele Robo-Advisors so anlegen würden.

Es gibt aber kaum Bedarf für viele „me too“ Robo-Advisors, die den gleichen Ansatz verfolgen. Robo-Advisors versuchen sich daher z.B. durch das Angebot weiterer Anlagesegmente und durch mehr oder aktives (Risiko-)Management voneinander abzuheben. Aber wenn mehr Anlagesegmente und aktives (Risiko-)Management in Spiel kommen, sinkt das Herdingrisiko.

Das liegt an der Modell- und Inputsensibilität von Assetallokationen. Selbst Anlageprofis ist manchmal nicht bewusst, wie sensibel Allokationen auf zusätzliche Anlagesegmente reagieren (siehe z.B. Söhnholz, D. und Burkert, M.: Naive strategische Asset Allocation, in: Absolut Report Nr. 43 von 2008 S. 14 ff.). Kapitalanlage-Allokationen hängen außerdem sehr stark von den – je nach Robo-Advisor unterschiedlichen - Prognosen für die erwarteten Risiken und Renditen der Anlagesegmente und vor allem den angenommen Abhängigkeiten (Korrelationen) untereinander ab.

Rendite-, Risiko und Korrelationsprognosen können selbst dann sehr unterschiedlich sein, wenn alle Robo-Advisors die gleichen Vergangenheitsdaten zur Verfügung haben. So ist der Output von Allokationsmodellen stark von den verwendeten Indizes und Perioden abhängig. Sogar wenn alle Anbieter Trendfolge zur Risikosteuerung nutzen würden, können sehr unterschiedliche Allokationen aus z.B. 20 oder 40 oder 200 Tageperioden und unterschiedlich Umsetzungsmodi resultieren.

In Anbetracht der Vielzahl möglicher Kombinationen von Anlagesegmenten ist es statistisch extrem unwahrscheinlich, dass Modelle mit identischen Daten „gefüttert“ werden.

Hinzu kommt, dass Robo-Advisors, wie andere Anbieter von Asset-Allokationen auch, mit Szenarien und Simulationen arbeiten. Und Szenarien mit kleinen Annahmeunterschieden können zu sehr großen Allokationsänderungen führen bzw. einzelne Simulationen können sehr stark voneinander abweichen.

Daher werden sich Allokationen von Robo-Advisors typischerweise nennenswert unterscheiden.

Um das deutlich zu machen, haben wir zwei einfache „Pseudo-Optimierer“ programmiert und auf www.diversifikator.com online gestellt (sieh "Pseudo-Optimierer" unter "Detailmenü").

Die Algorithmen der Robo-Advisors werden also sicher kaum "highly correlated" sein, selbst wenn jeder einzelne „overly sensible to price movements“ der Kapitalmärkte ist.

Ein Risiko bleibt jedoch: Wenn die Allokationen von Robo-Advisors durch diskretionäre Entscheidungen der Robo-Advisors gleichzeitig und gleichgerichtet beeinflusst werden, kann es zu Herding kommen.

Theoretisch können mehrere Robo-Advisors mit Vermögensverwaltungsvollmachten in einer wahrgenommen Marktkrise Kapitalanlagen ihrer Anleger gleichzeitig verkaufen. Dazu müssten mehrere Robo-Advisors die Marktlage gleichzeitig sehr schlecht einschätzen und ihre Verkaufsvollmachten ausnutzen. Das einzige mir bekannte Beispiel eines diskretionären Eingriffs lässt ein solches Risiko eher gering erscheinen. In dem Fall hat ein amerikanischer Robo-Advisor seine Anleger für mehrere Stunden am Verkauf von Anlagen gehindert ("Betterment's move to halt trading following Brexit vote sparks controversy“ in investment news 28.6.2016).

So ist es nicht verwunderlich, dass man sowohl in den USA als auch in Deutschland feststellen kann, dass die Anlageergebnisse von Robo-Advisors teilweise erheblich voneinander abweichen (für Deutschland s. z.B. www.brokervergleich.de).

Herding durch Robo-Advisors ist also konzeptionell extrem unwahrscheinlich und außerdem volkswirtschaftlich nicht relevant.

Herding institutioneller Anleger ist jedoch volkswirtschaftlich relevant und konzeptionell möglich. Ersteres gilt analog für die oben erwähnten „risk management algorithms“. Das Problem dabei ist nicht, dass zu viele große Anleger die gleichen Algorithmen nutzen. Das Problem ist auch nicht, dass alle die gleichen Inputdaten nutzen. Das Problem ist, dass vor allem institutionelle Anleger oft ähnliche Restriktionen nutzen und durchaus zu Herding neigen (s. z.B. Otjes, Kevin and de Graaf, Frank Jan, Pension Funds and Herding Behavior; Reviewing the Controversy in the Academic Debate and Distilling Recommendations for Practitioners (June 15, 2012).

Ein Beispiel sind die oft untereinander sehr ähnlichen Anleihe- und Aktienquoten in der Versicherungsbranche in Deutschland bzw. Anleihe- und Aktienquoten von deutschen Altersversorgern im Vergleich zu ganz anderen Allokationen bei anglo-sächsischen Versicherungen und Altersversorgern.

Die Erklärung für solche ähnlichen Allokationen innerhalb eines Landes sind oft nicht Regulierungszwänge und schon gar nicht ähnliche Modelle oder gleiche Dateninputs, sondern ähnliche „manuelle“ Restriktionen bzw. „Managementvorgaben“ in Bezug auf Asset Allokationen.

Ursache für solches Herdenverhalten sind oft echte oder wahrgenommene Jobrisiken der Verantwortlichen in diesen Organisationen, falls sie von den Allokationen ihrer Branchenkollegen abweichen. Politiker und Regulatoren bzw. Aufseher sollten sich meines Erachtens mehr um „manuelle“ Modellrestriktionen und Jobrisiken der Betroffen kümmern als um Modelle und Dateninputs.

Auch Publikumsfonds zeigen Herrenverhalten, wie z.B. eine aktuelle Studie zu Smart Beta bzw. Faktorinvestments zeigt ("Exploring style herding by mutual funds" von Caterina Santi und Remco C.J. Zwinkels, 14. Juni 2017).

Was können Robo-Advisors tun, um Kritik vorzubeugen? Ich denke, dass größtmögliche Transparenz die beste Antwort ist. So wäre es sehr gut, wenn Anleger und andere Interessenten nachvollziehen könnten, warum ihnen welche Asset Allokation angeboten werden. Außerdem sollte idealerweise nachvollzogen werden können, wann sich die Asset Allokation wie ändern kann. Wenn diese Transparenz gegeben ist, werden Externe wahrscheinlich einfach feststellen können, dass aufgrund der unterschiedlichen Allokationsmodelle mit ihren unterschiedlichen Prognosen bzw. Dateneingaben und Restriktionen kaum Herding zu erwarten ist.

Beispiel: Meine Firma Diversifikator hat einen sehr robusten Ansatz entwickelt, der von der aggregierten Geldanlageallokation aller Anleger weltweit ausgeht. Anleger können sich das für sie passende Portfolio nach diversen (prognosefreien) Kriterien wie dem Wunsch nach verantwortungsvollen Portfolios, Ausschüttungen etc. aussuchen. Nur wenn neues Research ergibt, dass sich die Weltmarktallokation ändert, werden auch die Portfolios der Anleger angepasst. Die Anpassung an die Risikotoleranz der Anleger erfolgt mit unterschiedlichen Beimischungen von „Cash“. Der Grad der Mischung mit Cash hängt nicht von Prognosen für Zinsen oder anderen volkswirtschaftlichen Größen ab sondern nur von der Verlust- bzw. Schwankungstoleranz von Anlegern. Die täglichen Performancedaten der Portfolios aber auch die Rückrechnungsdaten können für eigene Analysen von der Webseite heruntergeladen werden.

Dieser Beitrag erschien in ähnlicher Form zuerst am 7.2.2017 als Kommentar auf www.dailyfintech.com.

KANN MAN DEN MARKT SCHLAGEN? ODER „NUR PASSIV KANN MAN OUTPERFORMEN“ (8-2018)

Hinweis: Dieser Beitrag ist in ähnlicher Form zuerst Mitte 2018 auf dem Robo-Advisor Portal[302] erschienen.

„Den Markt“ gibt es nicht: Das Multi-Asset Problem

[302] www.roboadvisor-portal.com

Die erste Frage, die man beantworten muss, wenn man den Markt schlagen möchte ist: „Welchen Markt?“. „Den Markt“ gibt es nicht. Am ehesten können wir vielleicht von der aggregierten Kapitalanlage aller Marktteilnehmer weltweit sprechen. Dazu gibt es interessanterweise nur wenige Studien und noch weniger Indizes und Portfolios (siehe hier[303]).

Multi-Asset Benchmarks und Selbsttestmöglichkeiten

Für meine Firma Diversifikator habe ich daher in 2015 eigene Benchmarks und Portfolios entwickelt, die seit Anfang 2016 frei zugänglich online stehen (Siehe „Weltmarktportfolios“ auf www.diversifikator.com). Auch die (sehr attraktiven) Rückrechnungen dieser Portfolios stehen online.

In der zugehörigen Dokumentation („Das Diversifikatorbuch“[304]) kann man sehen, dass auch diese Benchmarks nicht perfekt sind sondern eine Reihe von Annahmen bzw. Entscheidungen beinhalten. So werden illiquide Anlagen wie Immobilien und Infrastruktur durch entsprechende Aktienindizes bzw. ETFs (passive Exchange Traded Fonds) repräsentiert. Außerdem nutze ich für Performancevergleiche eine schwer zu schlagende 50/50 Aktien/Anleihe-ETF Benchmark.

Interessenten können aber auch andere Quellen für das Benchmarking von Multi-Asset Portfolios nutzen. Dafür sind www.portfoliocharts.com und www.portfoliovisualizer.com besonders interessant. Bei beiden Seiten ist zu beachten, dass die Ergebnisse in US-Dollar dargestellt werden. Ergebnisse in anderen Währungen können erheblich davon abweichen.

„Passiv gibt es nicht“ bzw. das Index-Selektionsproblem

Ein Index wird immer von Menschen zusammengestellt. Aus 2 Aktien kann man mehrere Indizes machen: Kapitalisierungsgewichtet, gleichgewichtet, Faktorgewichtet etc. Deshalb gibt es mehr Indizes als Wertpapiere. 100% passiv geht also nicht.

Selbst wenn man sich nur auf Aktien beschränkt, ist die Benchmarkwahl nicht einfach. Alle Kapitalmärkte weltweit mit allen Titeln kann man sowieso nicht abdecken, aber Emerging Marktes sollten schon berücksichtigt werden. Man weiß, dass der DAX oder der Dow Jones Industrial Average keine Mid- oder Small-Cap (mittel- und kleinkapitalisierte) Aktien enthalten. Aber auch der MSCI Welt inklusive Emerging Marktes enthält fasst nur hochkapitalisierte Aktien (siehe auch Indexselektion[305]).

Während die Abweichungen unterschiedlicher Multi-Asset Benchmarks bzw. Portfolios vor allem kurzfristig sehr groß sein können, sind die Performanceabweichungen bei traditionellen kapitalgewichteten Aktienindizes aber geringer.

[303] http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/
[304] https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/180101-Das-Diversifikator-Buch.pdf
[305] http://prof-soehnholz.com/indexselektion-etf-portfolio-dachfonds/

Manche Indizes sind einfach zu schlagen

Manche Indizes kann man recht einfach outperformen. Sogenannte Kursindizes berücksichtigen - anders als Performanceindizes - z.B. keine Ausschüttungen. Ein Portfoliomanager kann einen Kursindex also relativ einfach schlagen, da er Dividenden erhält.

Andere Indizes berücksichtigen fiktive Steuerlasten von Anlegern. Daher findet man viele ETFs auf den Euro Stoxx 50, die den entsprechenden Index outperformen. In den USA hat Fidelity gerade gebührenfreie ETFs angekündigt (siehe hier[306]). Fidelity verdient an diesen ETFs, indem Aktien verliehen werden und dafür Gebühren genommen werden (Wertpapierleihe).

Die Outperformance-Illusion von Faktorinvestments und Smart Beta

Seit einigen Jahren boomen in den USA und zunehmend auch in Deutschland sogenannte Faktor- oder Smart-Beta ETFs und Fonds. In der einfachsten Form wird auf eine sogenannte Faktoranomalie gesetzt. So galten gering kapitalisierte Aktien (Small Caps) oder günstige Aktien (Value) lange Zeit als sichere Outperformer gegenüber Large Caps und Wachstumsaktien (siehe z.B. hier[307]). Ein passives Investment, das auf solche Faktoren setzt (z.B. Faktor oder Smart Beta ETFs), soll traditionelle Indizes outperformen.

Allerdings gab und gibt es immer wieder lange Perioden von Underperformance von solchen Faktoren. So sind Anleger mit Value Investments in den letzten Jahren nicht wirklich glücklich geworden.

Auch hier gilt also: Lange Zeiten von Rückrechnungs-Outperformance müssen nicht zu realer Outperformance in der Gegenwart oder Zukunft führen.

Ich selbst kann sicher nicht prognostizieren, welcher Faktor künftig outperformen wird. Trotzdem verfolge ich selbst zwei systematische Ansätze, mit denen ich zumindest in schwierigen Marktphasen auf Outperformance gegenüber traditionellen kapitalisierungsgewichteten Benchmarks hoffe.

Viele Studien zeigen, dass traditionelle Indizes auch ohne Faktorwetten einfach zu schlagen sind

Der erste dieser Ansätze ist die Gleichgewichtung von Aktien, die ich gegenüber der üblichen Kapitalisierungsgewichtung bevorzuge. Letztere führt dazu, dass jeweils besonders hoch bewertete Aktien auch ein hohes Portfoliogewicht bekommen. Das war z.B. früher der Fall

[306] https://www.marketwatch.com/story/fund-fees-hit-milestone-as-fidelity-announces-products-charging-0-2018-08-01
[307] https://de.wikipedia.org/wiki/Fama-French-Dreifaktorenmodell

für japanische Aktien, IT-Aktien vor der „Dotcom“ Krise (siehe z.B. hier[308]), oder Immobilienaktien vor der Krise in 2008 und Technologieaktien heute.

Viele wissenschaftliche Studien zeigen eine Outperformance von Gleichgewichtungen gegenüber Kapitalgewichtungen. Allerdings ergeben die Studien eher höhere Renditen als niedrigere Risiken für gleichgewichtete Portfolios[309]. Manche versuchen das mit Small Cap Effekten zu erklären, aber das ist nicht unbedingt richtig (siehe z.B. auch hier[310]).

Die Illusion des guten Risikomanagers

Aktive Manager geben relativ oft zu, dass sie ihre Benchmarks in guten Aktienmärkten nicht schlagen können (obwohl das mit einfachen gleichgewichten Portfolios möglich erscheint). Sie behaupten, dass ihre Anlagefreiheiten bzw. aktiven Managementfähigkeiten vor allem in Marktkrisen zu geringeren Verlusten führen. Die Studien, die ich kenne, zeigen überwiegend eher das Gegenteil: In Marktkrisen verlieren aktive Portfolios oft noch stärker als Vergleichsindizes.

Multi-Asset Manager hatten es bei der Risikobegrenzung in der Vergangenheit viel einfacher als Aktienfondsmanager, vor allem wenn sie einen hohen Anteil relativ sicherer Anleihen in ihren Portfolios hatten. Allerdings haben solche Anleihen aufgrund von Zinssenkungen sehr viele Jahre lang meist sehr gut performt und vor allem wenige Verluste eingebracht. Im Vergleich zu einfachen starren Benchmarks von Aktien und Anleihen, also 30/70, 50/50 oder 70/30 dürften nur wenige Multi-Assetmanager dauerhafte Outperformance zeigen.

Die meisten Manager mit besonders großen Anlagefreiheiten wie die von Global Macro oder Managed Futures Hedgefonds können jedenfalls kaum überzeugen.

Dabei schaffen es schon sehr einfache Methoden wie die Nutzung der bewährten 200Tagelinie, in Krisen sehr viel besser als klassische Benchmarks abzuschneiden. Multi-Assetmanager müssten daher viel öfter an starren Benchmarks bzw. der 200Tagelinie gemessen werden (siehe auch hier[311]).

Größtes Problem ist das Anlegerverhalten bzw. falsches Market Timing

Die Performancenachteile gegenüber einfachen passiven Benchmarks sehen noch schlimmer aus, wenn man die Anlegerperformance statt der Portfolioperformance misst. Portfolios bzw. Fonds zeigen meist eine Underperformance gegenüber fairen Benchmarks. Anleger haben aber oft noch viel geringere Renditen als Portfolios oder Fonds ausweisen.

[308] https://de.wikipedia.org/wiki/Dotcom-Blase
[309] siehe z.B. Söhnholz, D. (2012): Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6
[310] http://www.indexologyblog.com/2018/07/16/the-sp-500-equal-weight-index-a-supplementary-benchmark-for-large-cap-managers-performance-part-i/
[311] http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/

Das liegt vor allem am falschen Timing. So legen Anleger oft in einen Markt oder Fonds an, wenn der einige Zeit besonders gut rentiert hat. Außerdem steigen sie aus, wenn der Markt bzw. Fonds einige Zeit nicht gut gelaufen ist. Anleger, die permanent im Markt bzw. Fonds investiert bleiben oder Sparplananleger schneiden dagegen viel besser ab. Das gilt sogar für institutionelle Anleger (sieh z.B. hier[312]).

Empfehlung für Anleger: Einfach-Passiv ist besser als aktiv und ESG schadet nicht

Was ist die Konsequenz für Anleger? Sie sollten in passive Multi-Asset Portfolios oder gleichgewichtete Aktienportfolios investieren. Dabei sollten sie auf niedrige Kosten der Angebote achten.

Mein Tipp für Aktienportfolios: Es gibt keine verlässlichen Outperformancefaktoren. Verantwortungsvolle Portfolios, deren Bestandteile nach Environmental, Social und Governance (ESG) Kriterien selektiert werden, haben keine schlechtere Performance als andere Portfolios (siehe hier[313]). Daher spricht alles dafür, in verantwortungsvolle Portfolios anzulegen.

Empfehlung auch für Robo-Advisors: Einfach-Passiv ist besser als aktiv und ESG schadet nicht

Das bedeutet, dass Robo-Advisors einfache Multi-Asset Portfolios anbieten sollten, gegebenenfalls um Trendfolge-Risikomanagement-Optionen ergänzt, und dass mehr ESG Portfolios angeboten werden sollten (siehe auch hier[314]).

PASSIVRISIKEN: SIND REGULATOREN SCHULD? (11-2018)

Politiker und Regulatoren kritisieren die Macht von Fondsanbietern und fordern deren verstärkte Regulierung (siehe Luis de Guindos, Vizepräsident der Europäischen Zentralbank am 12.11.2018 auf der Euro Finance Week in Frankfurt und Debatte um Blackrock hier). Die angeblichen Risiken von ansteigenden passiven Anlagen stehen dabei im Fokus („Passivrisiken“). Das ist witzig. Denn Politiker und Regulatoren haben Anbieter passiver Fonds erst mächtig gemacht. Sie sollten lieber die Regulierung institutioneller Kapitalanleger ändern.

Passivrisiken: Regulierungsvorgaben an institutionelle Anleger

Institutionelle Kapitalanleger sind die größte und am stärksten regulierte Anlegergruppe. Das gilt insbesondere für Altersversorger. Diese müssen vor der Kapitalanlage normalerweise sogenannte ALM (Asset-Liability Matching/Management) Studien durchführen (siehe B 2.4. hier). Damit sollen die Kapitalanlagen (Assets) auf die Verbindlichkeiten (Liabilities) abgestimmt werden.

[312] http://prof-soehnholz.com/institutioneller-sparplan-leiden-des-fondsverkaeufers/
[313] http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-kann-einfach-guenstig-und-gut-sein/
[314] https://www.roboadvisor-portal.com/11-thesen-zur-zukunft-der-robo-advisor/

Die Verbindlichkeiten werden vor allem von zweifelhaften Sterbetafeln und „politischen“ Zinsannahmen bestimmt. So sind diese Verpflichtungen als Basis für Optimierungen völlig ungeeignet.

Die Kapitalanlagen müssen vor allem sicher, liquide und rentabel angelegt werden. Ein Großteil der Anlagen deutscher Altersversorger wird in angeblich sicheren deutschen und europäischen Staatsanleihen angelegt. Dafür müssen Anleger teilweise noch draufzahlen, anstatt risikoadäquate Zinsen zu erhalten. Das ist sehr praktisch für Politiker, die hohe Staatseinahmen mit Potential für hohe Ausgaben mögen.

Aktien und andere Anlagen sollen für Rendite sorgen (Renditeanlagen). Für die ALM Studien werden für Aktienallokationen typischerweise Standard-Marktindizes genutzt, oft die der Indexmarktführer. Diese Indizes sind kapitalgewichtet, d.h. die Aktien mit den höchsten Bewertungen erhalten die höchsten Indexanteile. Das wirkt prozyklisch, also trendverstärkend.

Passivirisken: Consultants, Jobrisiken und Herdenverhalten institutioneller Investoren

Es wird immer klarer, dass Indizes im Schnitt dauerhaft nur schwer outperformt werden können. So gibt es zahlreiche aktiv gemangte Portfolios, die dauerhaft und teilweise viel schlechter als Indizes performen. Institutionelle Kapitalanleger legen Aktien daher zunehmend passiv an. Wenn aktive Mandate vergeben werden, dürfen die „aktiven“ Manager meist nur wenig vom Referenzindex abweichen ("Tracking Error" Vorgaben). So ist das Jobrisiko für institutionell Verantwortliche und für die Assetmanager am geringsten.

Bei der Wahl von Anbietern wird stark auf niedrige Kosten geachtet. Große Anbieter können aufgrund von Skaleneffekten einfacher niedrigere Kosten erreichen als kleine Anbieter. Und große Anbieter können mehr in ihre Marke investieren. Auch institutionelle Anleger und ihre Berater mögen Produkte von Markenanbietern. Auch das reduziert das Jobrisiko.

Regulierung und der Einfluß von Beratern sowie wahrgenommene Jobrisiken von Verantwortlichen führen daher zu Herdenverhalten institutioneller Anleger (siehe hier und hier und hier). Politiker und Regulatoren dürfen sich also nicht beschweren, wenn sehr viel Geld in kapitalgewichtete Indextracker von großen Anbietern fließt.

Passivrisiken: Regulierungsänderung, nicht Abbau, und mehr Renditeanlagen

Einiges kann geändert werden: Altersversorger müssen möglichst realistische Sterbetafeln und Zinsannahmen verwenden dürfen. Ausfallrisiken von Staatsanleihen müssen realistisch bewertet werden dürfen und Staatsanleihen dürfen nicht durch niedrige Eigenkapitalvorschriften begünstigt werden. Diese Maßnahmen würden bei vielen Altersvorsorgern jedoch zu einer starken Unterdeckung führen und müssen daher kompensiert werden können.

Dazu müssen mehr Renditenanlagen wie Aktien zugelassen werden und illiquide Anlagen sollten einen Großteil der Portfolios ausmachen dürfen. (Langfristige) Verlustrisiken sollten

Volatilität als Haupt-Risikomaß ersetzen (siehe hier). Das wäre bei den langen Anlagehorizonten von Altersversorgern auch kein grundsätzliches Problem.

Passivrisiken: Verbot der Nutzung kapitalgewichteter Benchmarks?

Um Konzentrations- und prozyklische Risiken zu reduzieren, könnte die Nutzung von kapitalgewichteten Benchmarks sogar verboten werden. Als Alternative bieten sich zum Beispiel gleichgewichtete Benchmarks an (s. hier), durchaus auch ESG-Benchmarks (s. auch hier). Je mehr unterschiedliche Benchmarks verwendet werden, umso weniger sind Konzentrations- und Herdenrisiken zu befürchten.

Und institutionelle Consultants könnten reguliert werden (s. auch hier), da sie sehr starke Auswirkungen auf Anleger und aggregierte Kapitalanlagen haben können.

Natürlich sollte auch darauf geachtet werden, dass Fondsanbieter (Assetmanager) und Indexverkäufer keine marktbeherrschenden Stellungen erreichen (siehe auch hier). Aber dafür sollte das aktuelle Wettbewerbsrecht ausreichend sein.

So würden die Kapitalanlagen von Altersversorgern künftig möglicherweise stärker voneinander abweichen. Zum Ausgleich von potentiellen Schieflagen könnte ein Sicherungspool („Einlagensicherung“) eingerichtet werden, der von den Altersversorgern mit Kapital versorgt werden muss.

ALTERSVORSORGE

DIE PRIVATE ALTERSVORSORGE MUSS BESSER WERDEN (10-2014)

„Die Rente ist sicher“ sagte Norbert Blüm vor vielen Jahren. Er hat aber nicht gesagt, ob die Rente auch ausreichen wird. Heute ist klar, dass es immer schwieriger wird, allen künftigen Rentnern eine ausreichend hohe staatliche Altersversicherung zum würdevollen Überleben zu garantieren.

Laut Bundesregierung steigen Deutschlands Schulden demnächst nicht mehr. Ende 2016 wachsen die Schulden aber immer noch[315]. Und die Schulden sind mit über 2270 Milliarden Euro[316] außerordentlich hoch. Wenn die Zinsen künftig wieder steigen, steigen auch die Staatsausgaben für Zinsen, die einen enormen Anteil am Staatshaushalt ausmachen. Auf den Staat alleine sollte man sich also bei der Altersvorsorge keinesfalls verlassen.

[315] www.staatsschuldenuhr.de
[316] Stand Ende 2016

Die private Vorsorge ist aber noch nicht genug verbreitet. Der aktuellste sogenannte Alterssicherungsbericht[317] der Bundesregierung zeigt, dass heute nur 9% des Einkommens heutiger Rentner aus der privaten Vorsorge kommen. Die private Vorsorge muss also dringend ausgebaut werden. Empfohlen werden dafür sehr oft Garantieprodukte und die private Immobilie. Beide Anlagen haben aber erhebliche Nachteile. Aktien können die bessere Altersvorsorge darstellen.

Staatliche Altersvorsorge mit demografischen Problemen

Die sogenannte erste (staatliche) Säule der Altersvorsorge in Deutschland, die im Schnitt 64% der Rente einbringt[318], funktioniert nach dem Generationsvertragsprinzip. Die arbeitende Bevölkerung von heute zahlt für die Rentner von heute. In der Zukunft gibt es aber immer weniger Berufstätige und immer mehr Rentner[319]. Zusätzliche Vorsorge ist also nötig.

Betriebliche Altersvorsorge vor allem über heute wenig attraktive Anleihen

Die zweite Säule, die betriebliche, funktioniert konzeptionell schon besser. Hier wird von Berufstätigen und Betrieben zumindest zum Teil schon heute für die Altersvorsorge von morgen gespart. Die Anlage der Gelder ist aber relativ stark reguliert. Das führt dazu, dass ein Großteil der Gelder in bisher als sicher geltenden Anleihen, vor allem Staatsanleihen, angelegt wird[320]. Die Verzinsung dieser Anleihen ist derzeit sehr gering. Und wenn die Zinsen steigen, fallen die Preise der Anleihen. Selbst wenn man über eine betriebliche Altersvorsorge verfügt, ist diese zudem meist Beitrags- und damit Rentenbetragsmäßig begrenzt.

Bisherige private Altersvorsorge mit Problemen

Daher sollte man zusätzlich privat vorsorgen. Je nachdem, wie viel Zeit man noch bis zum möglichen Renteneintritt hat, kann man die Anlage unterschiedlich riskant auswählen. Ist es nicht mehr lange hin bis zum Austritt aus dem aktiven Berufsleben, wird man eher konservativ anlegen. Wenn man relativ viel Zeit hat, kann man mutiger anlegen[321]. Konservativ hieß bisher: Viele Anleihen, wenig Aktien. Bei steigenden Zinsen gilt das nicht mehr. Andere Allokationen sind gefragt.

Eigengenutzte Immobilien haben erhebliche Risiken

Zur privaten Altersvorsorge bei langem Zeithorizont werden oft eigengenutzte Immobilien empfohlen[322]. Aber eigengenutzte Immobilien haben erhebliche Nachteile. Selbst bei nur 20% Eigenkapitaleinsatz werden für die Anschaffung oft die Ganzen oder ein Großteil der Ersparnisse auf einmal investiert. Für 80% des Hauspreises werden Kreditzinsen fällig, die aktuell prozentual niedrig sind, aber bei einem Zinsanstieg zu hohen monatlichen Belastungen

[317] s. ASID 2011 unter www.bmas.de
[318] s. ASID 2011
[319] s. Bundesinstitut für Bevölkerungsforschung www.ib-demografie.de
[320] s. www.aba-online.de
[321] s. z.B. www.vz-nrw.de unter dem Stichwort Altersvorsorge
[322] s. z.B. Stiftung Warentest

führen können. Das Geld, was für diese Zinszahlungen benötigt wird, steht zum Sparen nicht mehr zur Verfügung.

Was ist, wenn die Immobilie zu teuer eingekauft wird? Was ist, wenn unerwartet hohe Neben- bzw. Unterhaltungskosten anfallen? Was ist, wenn man seinen Job verliert? Was ist, wenn man umziehen will oder muss? Selbst wenn alles gut läuft, sind die erzielbaren Renditen von privaten Immobilieninvestments meist relativ gering. In den vielen deutschen Gebieten mit Bevölkerungsrückgang müssen Verluste eingeplant werden[323]. Hinzu kommt, dass man mit den vielen Staatsanleihen aus der betrieblichen Altersvorsorge plus nur einer privaten Immobilie nicht gut diversifiziert ist. Wenn man zusätzlich über sogenannte Kapitallebensversicherungen mit Garantie- und Sparkomponente verfügt, ist man mit diesen heute oft auch überwiegend in Anleihen investiert[324].

Aktien sind eine unterschätzte Langfristanlage für die Altersvorsorge

In den Portfolios deutscher Privatanleger sind Aktien dagegen kaum vertreten. Aktieninvestments gelten als riskant, kann man anführen. Risiko wird dabei aber meist als Preisschwankung gemessen. Für die Altersvorsorge interessiert aber kaum, wie die Aktienwerte zwischen heute und dem Renteneintritt schwanken. Es interessiert vor allem, ob man am Ende mehr erwirtschaftet hat als mit anderen Kapitalanlagen. Diese Wahrscheinlichkeit ist bei einem diversifizierten soliden Aktienportfolio sehr hoch, wie man selbst einfach feststellen kann, indem man sich einen Weltaktienindex über verschiedene Zeiträume ansieht[325]. Das gilt vor allem bei Sparplanlösungen[326]. Entgegen landläufiger Meinung und häufigem Rat kann man mit einem kontinuierlich investierten Aktienfondsportfolio so eine viel bessere Altersvorsorge aufbauen als mit den meisten anderen Kapitalanlagen.

TEST-IT-YOURSELF: RENTEN-TOOLS BZW. MEHR AKTIEN FÜR ALTE (12-2016)

„Jeder sollte über eine Strategie für die Ruhestandsfinanzierung verfügen um seine Ersparnisse so zu verwalten, dass sie bis zum Lebensende reichen. Eine Ruhestandsstrategie sollte die individuellen Pläne (Reisen, längeres Arbeiten usw.), Einkommensquellen und den jeweiligen Gesundheitszustand des Einzelnen berücksichtigen“[327].

Dazu müssen mindestens die folgenden Fragen beantwortet werden:

1) Wie viel Netto-Vermögen ist zu Ruhestandsbeginn vorhanden?
2) Wie viel regelmäßiges Ruhestandseinkommen wird aus gesetzlichen, betrieblichen und bisher abgeschlossenen privaten Rentenversicherungen erwartet?

---

[323] s. Wirtschaftswoche, „Was aus 20.000 Euro wurde“ vom 24.7.2014
[324] s. BAFIN Kapitalanlagen der Erstversicherer
[325] s. z.B. auf www.onvista.de oder www.portfoliocharts.com
[326] s. www.bvi.de unter „fonds-sparplan“
[327] Aegon Ruhestandsstudie 2016, S. 21

3) Wie viel Geld wird im Alter regelmäßig und für Sonderausgaben benötigt?
4) Wie lange sollte das Geld halten bzw. wie alt wird man im besten bzw. schlechtesten Fall?

Zu den Ausgaben, die berücksichtigt werden müssen, gehört z.B. der Unterhalt und ggf. der altersgerechte Umbau für das selbstgenutzte Eigenheim. Außerdem muss geschätzt werden, wie viel Geld regelmäßig für Neuanschaffungen wie Auto oder Urlaube zurückgelegt werden sollte, wie viel Geld man zusätzlich für Pflege in der Zukunft braucht und wie viel Geld in Reserve blieben soll, zum Beispiel um unerwartete gesundheitliche Probleme zu beheben oder zu lindern[328].

„Online-Tools und digitale Vermögensverwalter (Robo-Advice) können Erwerbstätigen bei der Festlegung des erforderlichen Aufwands helfen und Investitionsmöglichkeiten für ihre Gelder aufzeigen.“[329]

Ein kostenloses Finanzplanungstool, das auch nicht mit persönlichen Daten bezahlt werden muss, findet sich auf http://www.finatra.de. Und unter http://www.dia-vorsorge.de/dia-tools/ findet man einige weitere kostenlose (Renten-)Tools, für die ebenfalls keine Speicherung persönlicher Daten zur Nutzung nötig ist.

Für die Schätzung der Dauer der Ruhestandsphase kann man z.B. den Lebenserwartungsrechner auf www.dia-vorsorge.de nutzen. Als weiteres Tool kann man den dort angebotenen Sparplanrechner verwenden. Dort geht man auf die Auszahlberechnung und gibt seine angesparte Liquidität und seine erwartete gesetzliche und betriebliche sowie ggf. private Rente ein.

Laut Deutscher Rentenversicherung werden heute, mit steigender Tendenz, im Schnitt ca. 20 Jahre lang Renten gezahlt. Im Schnitt heißt aber, dass einige Rentenempfänger auch wesentlich länger als 20 Jahre von ihren Ersparnissen leben müssen.

Nehmen wir den Fall eines erfolgreichen Selbstständigen an, der sich zur Ruhe setzen will. Wenn man eine Million Euro gespart hätte und keine laufenden Ruhestandseinnahmen erwartet, erhält man bei erwarteten Anlagerenditen und einer Inflation von 0 und einer Restlebenserwartung von 40 Jahren eine monatliche Bruttozahlung von gut 2083 Euro.

Mit kleinen Variationen ergeben sich jedoch ganz andere Zahlen. Nehmen wir an, dass das Kapitel für 30 erwartete Restlebensjahre durchaus riskant angelegt werden kann und nur in den letzten 10 Jahren konservativer investiert werden soll. Nehmen wir weiter an, dass in der riskanten Anlagezeit nach Steuern und Inflation 4% netto pro Jahr erreicht werden. Vereinfacht setzen wir daher für die ganze Periode 3% pro Jahr an. Dann gibt sich eine monatliche Zahlung bzw. „Entnahmemöglichkeit“ von 3548 Euro statt 2083 Euro monatlich.

---

[328] Es gibt einen guten Morningstar Report zu dem Thema, siehe David Blanchet: „Estimating the true cost of retirement“, 5.11.2013; zur Portfolio-Erbschaftsplanung ist ein anderer Ansatz interessant: „How to Create a Succession Plan for Your Portfolio“ von Christine Benz von Morningstar vom 23.9.2016

[329] Aegon Ruhegehaltsstudie 2016, S. 21

Als Kapitalanlagestrategie bieten sich eher aktiendominierte Strategien für die ersten 30 Jahre und dann ggf. Mischformen oder überwiegend Anlagen in dann noch sichere Anleihen oder Cash an. Die Anlagen sollten stark risikogestreut erfolgen, zum Beispiel über kostengünstige ETFs. Dazu kann man, wie von AON empfohlen, inzwischen günstige Robo-Advisors nutzen.

Alternativ kann man zu Ruhestandsbeginn eine Sofortrente bei einer Versicherung kaufen. Dabei kommt man nach http://www.biallo.de/sofortrente/ bei einer Soforteinzahlung von einer Million Euro als heute 63jähriger auf eine garantierte Rente von 3200 bis 3400 Euro. Zum Vergleich kann man eine Million Euro im oben genannten Auszahlungsrechner von www.dia-vorsorge.de eingeben und kommt so bei Renditeannahmen von 0 und einer Zielentnahme von ca. 3400 Euro auf eine Rentenzahldauer von 24 Jahren. Ohne Versicherung reicht die Liquidität von einer Million Euro also 4 Jahre länger als die durchschnittliche Rentenzeit von 20 Jahren. Oder anders gerechnet: Wenn die laut Biallo besten Rentenversicherungen mit 20 Jahren Restlebenszeit kalkulieren und 0 Prozent Wertentwicklung ansetzen würden, müssten sie eine Rente von über 4100 Euro monatlich garantieren.

Wenn man mit einer durchschnittlichen Ruhestandszeit rechnet, spricht daher einiges dafür, keine Sofortrente zu kaufen sondern das Kapital selbst anzulegen. Das gilt insbesondere dann, wenn man im Schnitt positive Kapitalanlagerenditen erwartet.

Dabei kann man es auch mit einer Kombination versuchen, z.B. 20 Jahre lang in ein günstiges und breit gestreutes aktienlastiges ETF-Portfolio anlegen und sich dann vielleicht doch noch eine garantierte Sofortrente einkaufen. Im Zweifel sind die Zinsen dann höher als heute, so dass man damit eine höhere laufende Rente garantiert bekommt. Außerdem kann man sich dann die Versicherung aussuchen, von der man erwartet, dass sie noch mindestens 10 Jahre die angestrebte Rendite erreichen kann. Das sollte leichter fallen als heute einzuschätzen, welche Versicherung auch in 20 Jahren noch besonders gut ist.

Vor dem Hintergrund einer 20jährigen Rentenlaufzeit ist es interessant, dass es heute kaum Rentenversicherungen gibt, welche Fondsinvestments in der Rentenphase ermöglichen[330]. Und die wenigen angebotenen Produkte legen nur einen kleinen Teil in aktienlastige Fonds an und den größten Teil in den sogenannten Deckungsstock, der sehr stark anleihehastig ist[331].

Aber es gibt erste Versicherungen, die aktienorientierte Anlagen auch für das Alter empfehlen. So sagt die Helvetia Leben: „Der 50plus-Generation empfehlen wir, lange an einer hohen Aktienquote festzuhalten und erst im hohen Alter eine lebenslange Rente zu vereinbaren“[332].

Doch bei Anlegern besteht offenbar noch ein großes Informationsdefizit:

---

[330] siehe Das Investment: Rente sucht Fonds: Warum sich Fondsprodukte auch in der Entsparphase lohnen“ vom 19.9.2016

[331] s. Das Investment, 19.9.2016

[332] Guntram Overbeck in „Gegen den Nullzins: So kombiniert Helvetia Fondspolice mit Auszahlplan“ in Das Investment, 20.9.2016

„Weniger als 10 Prozent der deutschen Beschäftigten haben Zugriff auf digitale Tools (wie zum Beispiel Online-Instrumente für die Ruhestandsplanung, digitaler Zugriff auf die Kontrolle und Verwaltung des eigenen Altersguthabens, Webcasts und Seminare über Sparmodelle für den Ruhestand), die ihnen dabei helfen könnten, sich auf den Ruhestand vorzubereiten und ihre Rentenkonten zu verwalten“[333].

Über zwei Drittel der Befragten, denen online Modellierungsinstrumente angeboten werden, halten diese aber für sehr bzw. sogar äußerst hilfreich [334] . Alleine schon die Selbstbeschäftigung mit Versorgungsthemen ist gut[335].

WIR BRAUCHEN EINE "ZUKUNFTSPARTEI", DIE SICH WIRKLICH FÜR DIE ZUKUNFTSSICHERUNG EINSETZT (1-2015)

Ich bin politisch interessiert. Mich interessieren vor allem die Antworten auf die Fragen: 1) Wie kann man das Leben für die Benachteiligten dieser Welt verbessern und 2) Wie können sich nachfolgende Generationen ("unsere Kinder") noch ein finanziell gesichertes Leben leisten?

Zu der Antwort auf die erste Frage kann ich leider nicht viel beitragen. Deshalb konzentriere ich mich hier auf den Versuch einer Antwort auf die zweite Frage.

Voraussetzungen für ein finanziell gesichertes Leben der nächsten Generationen sind aus meiner Sicht vor allem:

1) Abbau der Staatsverschuldung, damit die nächsten Generationen die fälligen Kreditzinsen auch bei steigenden Zinsen noch zahlen können.

2) Stärkung der umlagefinanzierten Altersversorgung (Renten/Pensionen aber auch Krankheitsversorgung/Pflege), vor allem durch Förderung des Zuzugs von Ausländern als zusätzlichen Beitragszahlern

3) Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge (z.B. durch Einführung von sogenannten Opting-Out-Modellen)

Das sind aus meiner Sicht die wichtigsten Themen, denen sich eine an der Zukunft orientierte deutsche Partei widmen sollte. Heute kann ich glaubwürdige Bestrebungen zu den drei oben genannten Punkten bei keiner Partei erkennen. Eher ist das Gegenteil der Fall, wie die Rente mit 63 zeigt.

Aber heute ausgeben bzw. versprechen, was andere eventuell in der Zukunft zahlen müssen, ist ja auch leichter. In privaten Gesprächen scheinen das viele zu verstehen. Trotzdem werden

---

[333] S. Aegon Ruhestandsstudie 2016, S. 4
[334] s. Aegon Ruhestandsstudie 2016, S. 14
[335] siehe Lissington, Robert J.; Mathews, Claire D.; Naylor, Michael J.: Self-Assessment of retirement-prepardness“, Working Paper, vom 26.8.2016

oft vor allem die Parteien gewählt, die viel versprechen. Ich hoffe, daß bald mal eine Partie wagt, die Wahrheit zu sagen und trotzdem - oder am besten gerade deswegen - eine hohe Zahl von Stimmen erhält.

Vielleicht kann man so auch für das erste oben genannte Ziel der Hilfe für die Benachteiligten außerhalb von Deutschland so mehr tun: Wenn es Deutschland besser geht, kann man anderen besser helfen. Wenn Deutschland mehr Ausländer beschäftigt und besser ausbildet, können diese mehr Transferleistungen ins Ausland erbringen.

DIE PRIVATE ALTERSVORSORGE MUSS BESSER GEFÖRDERT WERDEN (8-2014)

Schon heute gibt es steuerliche Vorteile, indem private und betriebliche Altersvorsorgebeiträge steuerfrei gestellt werden. Diese reichen aber als Anreize offenbar nicht aus, um die private Vorsorge so schnell und stark wie erforderlich zu steigern.

Die private Altersvorsorge, die bisher überwiegend in Form stark regulierter klassischer Kapitallebens- und Rentenversicherungen erfolgt – hat besonders stark mit dem derzeitigen Niedrigzinsumfeld zu kämpfen. Es wird sehr schwer, über die zugesagte Mindestverzinsung hinaus Renditen zu erwirtschaften. Und die Anlagemöglichkeiten der Versicherungen werden durch Liquiditäts- und zunehmende Solvenzanforderungen (z.B. Solvency II) eher noch geringer als freier. Außerdem fallen für versicherungsförmige Lösungen oft hohe Abschluss- und laufende Kosten an, was durch Zinseszinseffekte zu niedrigeren Auszahlungen in der Leistungsphase führt. Heute kommen Modelle mit Kapitalerhaltungs- oder Mindestgarantie sowie breit diversifizierte Fonds ohne Garantien zum Einsatz, selten jedoch langfristig renditestarke Anlagen wie Aktienfonds und gar keine weniger liquiden Anlagen wie Immobilien oder Infrastruktur.

Um die private Altersversorgung zu stärken und zu ihrer weiteren Verbreitung beizutragen, macht m.E. Folgendes Sinn:

1) Förderung langfristiger Anlagen: Altersvorsorge sollte früh einsetzen und langfristig erfolgen. Die bisherigen Systeme der Altersvorsorge führen aber durch Liquiditäts-, Solvenz- und andere Anforderungen zu ganz überwiegend kurzfristigen Anlagen bzw. Anlagen in angeblich sichere Staatsanleihen. Künftig sollten auch langfristige und eher illiquide Anlagen in Infrastruktur und unternehmerisches Eigenkapital gefördert wird.

2) Investments in illiquide Anlagen sollten steuerlich wie andere Altersvorsorgeaufwendungen behandelt werden.

3) Leistungen aus der privaten Altersversorgung sollten auch bei Bezug von Grundsicherung im Alter Schonvermögen darstellen. Damit steigt auch bei niedrigen Einkommensgruppen die Bereitschaft, privat für das Alter vorzusorgen.

4) Mittel- bis langfristig sollte die private Anlage attraktive Renditen bringen, um einen möglichst großen Kapitalstock im Alter zur Verfügung zu haben. Die private Altersvorsorge

sollte sich daher auf renditeattraktive Anlagen wie Aktien fokussieren. Mittelfristig sind breit aufgestellte Aktienportfolios in der Vergangenheit besonders attraktiv gewesen. Für ältere Anleger mit kürzerem verbleibenden Anlagehorizont, z.B. unterhalb von 10 oder 12 Jahren, sollten risikoärmere Anlagemöglichkeiten angeboten werden. Neben echten Garantielösungen sollten dabei aber auch wesentlich kostengünstiger umzusetzende sogenannte „Best-Efforts“ Produkte mit Wertuntergrenz-Zielen zum Tragen kommen dürfen.

5) Vor allem Vertriebsprovisionen zu Vertragsbeginn und während der Ansparphase führen über den Zinseszinseffekt zu erheblichen Reduktionen in der Leistungsphase. Alle solche Provisionen zusammengenommen ergeben auch bei relativ geringen Sparraten bzw. Ansparsummen erhebliche Kosten. Für die private und betriebliche Altersvorsorge ist denkbar, dass keine Provisionen mehr vom Endkunden verlangt werden dürfen. Die nötige Aufklärung des Anlegers kann durch allgemeine staatliche Aufklärung, die Fondsbranche bzw. Anbietervereinigungen insgesamt, kostenlose Angebote von Produktanbietern und optional aber kostenpflichtig durch unabhängige Honorarberater und Verbraucherzentralen erfolgen.

SCHULDENABBAU: WIR BRAUCHEN EIN ENKELMINISTERIUM (9-2017)

Ein Enkelministerium, das sich um das Wohl der Generation der Enkel kümmert, wäre gut. Der Fokus von Parteien bzw. Politikern ist der Gewinn der nächsten Wahlen. Selbst wenn das aussichtslos erscheint, wollen sie zumindest ihre Bekanntheit steigern. Das geschieht oft, indem neue Forderungen gestellt werden, was z.B. „der Staat“ oder „die Unternehmen“ noch tun sollen. Das ist sogar verständlich. Verständlich ist auch, dass Politiker sofortige Leistungen versprechen, die aber erst in der Zukunft bezahlt werden müssen. Weniger verständlich ist, dass Wähler darauf reinfallen.

Hohe explizite und implizite Verschuldung

Die Verschuldung der Bundesrepublik ist hoch. Das gilt vor allem für die implizite Verschuldung, also die Zusagen für künftige Leistungen (siehe Daniel Stelter: "Was Deutschland jetzt mit den sprudelnden Staatseinnahmen machen muss", in manager magazin, Stand 15.5. 2017).

Eine hohe Schuldenlast in Zeiten sehr niedriger Zinsen und bei einer guten Konjunktur ist möglicherweise vertretbar. Aber was ist, wenn die Zinsen steigen und die Wirtschaftsleistung sinkt, z.B. aufgrund von Handelsbeschränkungen oder demografischen Entwicklungen?

Warum wird die immense deutsche Schuldenlast nicht reduziert? Da es der Wirtschaft gut geht, hat der Staat sogar Einnahmeüberschüsse, die dafür verwendet werden könnten. Wenn es dem Staat schlecht geht, können keine Schulden abgebaut werden. Im Gegenteil, in schlechten Zeiten erhöhen sie sich meist wieder, angeblich "um die Wirtschaft anzuschieben".

Das Problem: Weder Politiker noch Wähler profitieren direkt oder sofort von Schuldensenkungen. Wenn individuelle Steuern oder Abgaben gesenkt werden, ist das anders. Auch Ausgaben z.B. für Infrastruktur machen sich für die Nutzer schnell bemerkbar. Aber die Senkung künftiger Schulden durch Reduzierung aktueller Leistungen ist nicht populär.

Mehr Folgekostentransparenz ist erforderlich

Der wichtigste zukunftsorientierte Ansatz ist Transparenz. Wenn Wählern klar wäre, was die Forderungen bzw. Beschlüsse, die zusätzlichen Ausgaben herbeiführen, kurz-, mittel- und langfristig bringen und was sie wirklich kosten, können sie besser entscheiden, als wenn den Wählern nur die kurzfristigen Vorteile präsentiert werden.

Es hilft aber nicht, wenn diese Nutzen- und Kostenprognosen unter unrealistischen Annahmen getroffen werden. So wie die Aufsicht von Finanzproduktanbietern verlangt, verschiedene Szenarien zu veröffentlichen, müssten auch Politiker verschiedene Politikszenarien rechnen und transparent machen.

Immerhin muss bei neuen Gesetzen heute schon abgeschätzt werden, wie viel Bürokratiekosten die Umsetzung der Gesetze verursacht. Ob diese Schätzungen realistisch sind, ist aber fraglich (siehe z.B. Wirtschaftswoche vom 6.10.2012: Bürokratie: Was kosten deutsche Gesetze?). Bürokratiekosten sind aber nur ein kleiner Teil der möglichen Kosten. Vor allem Opportunitätskosten werden oft vernachlässigt. Eine nicht durchgeführte Milliardeninvestition reduziert auch die Zahlungen für künftige Zinsen. Bei den höheren erwarteten Zinsen können da ganz schnell sehr hohe künftige Belastungen aufgebaut oder vermieden werden.

Weniger künftige Zahler

Es ist klar, dass künftig wesentlich weniger deutsche Arbeitende für wesentlich mehr deutsche Rentner/Pensionäre sorgen müssen. Enkel brauchen verlässliche Modelle nach denen berechnet werden kann, wie viele Menschen künftig wie hohe Steuern und Abgaben aller Art zahlen müssen, um heute beschlossene Ausgaben zu finanzieren. Das betrifft z.B. eine frühe Rente, Mindestlöhne, Rechtsansprüche auf Kindertagesstätten etc.. Die Enkel würden dann wohl auch besser verstehen, dass steigende Zinsen, die ja von vielen seit langem erwartet würden, verheerende Auswirkungen auf die vielen hochverschuldeten öffentlichen Haushalte haben würden.

Am besten wäre es, wenn nicht nur Beschlüsse bzw. Gesetze vor der Umsetzung auf Kosten geprüft würden, sondern bereits bei Forderungen kritisch früh nach den Kosten gefragt würde.

Journalisten müssen mehr nachrechnen

Dafür sind eigentlich die Medien da. So kann man zwar nicht alles gut berechnen, aber versuchen sollte man es auf jeden Fall. Denn solche Berechnungen zwingen zumindest zum logischen Durchdenken von Vorschlägen und möglichen Konsequenzen bzw. Folgekosten. Aber die Vorabkontrolle durch Medien hat trotzdem viele viel zu teure Vorhaben nicht verhindern können.

Meiner Ansicht fehlt eine Kontrolle heutiger Forderungen und Beschlüsse durch diejenigen, die künftig die Lasten der Umsetzung tragen müssen. Der Einfachheit halber nenne ich sie „die Enkel“. Künftig sollte jedes Gesetz bzw. anderweitige öffentliche Beschlüsse, die hohe

Kosten verursachen können also auch daraufhin geprüft werden, ob sie den Enkeln nutzen oder Schaden bzw. ob die Enkel sie noch finanzieren können bzw. wollen.

Die Schuldenuhr muss überarbeitet werden

Kommunikativ kann man das durch individualisierte sogenannte Schuldenuhren veranschaulichen. Anstatt abstrakt die insgesamt steigende explizite Staatsverschuldung pro Einwohner zu zeigen, sollten die Schulden pro Arbeitnehmer inklusive der impliziten Schulden gezeigt werden. Kinder, nicht- arbeitende Bürger und Senioren können außen vor gelassen werden, denn sie können die Zinsen für die Schulden in der Regel sowieso nicht zahlen. Die Schulden sollten vor alle auch alle Altersvorsorgelasten umfassen. So würde individuell deutlich, was für eine Last Schulden bedeuten können.

Wenn das transparent wäre, würden Enkel möglicherweise für die Senkung von Staatsausgaben und nicht für höhere oder bestenfalls gleichbleibenden („schwarze Null“) staatliche Defizite plädieren.

Enkelministerium als Zukunftsministerium erforderlich

Eine systematische Vorab- und Nachkontrolle ist nötig. Am besten kann das erfolgen, wenn die Kontrolle gleichberechtigt mit am Kabinettstisch sitzt und auch gleich Alternativvorschläge präsentieren kann, die vor allem Enkeln nutzen. Ich bin grundsätzlich gegen noch mehr Bürokratie und unnötige und meist teure Reorganisationen. Allerdings macht angesichts der hohen künftigen Kosten ein „Enkelministerium“ vielleicht wirklich Sinn.

So könnte man sonstige zukunftsbezogene Aufgaben bei diesem Ministerium ansiedeln, wie z.B. Forschung und Entwicklung, Umweltschutz, Familie, Entwicklungshilfe etc., also eine Art Zukunftsministerium. Aber auch dieser Vorschlag muss natürlich zunächst auf Kosten/Nutzen geprüft werden.

RESEARCHÜBERBLICK

VERANTWORTUNGSVOLLE GELDANLAGE: INTERESSANTE VERÖFFENTLICHUNGEN (7-2018)

Ich beschäftige mich seit mehreren Jahren mit nachhaltigen Investments und mein Start-Up Diversifikator bietet seit Anfang 2016 "most passive"[336] und "Pure ESG"[337] Portfolios an. Ich bin außerdem ein Verfechter von Evidence Based Investments (EBI)[338]. EBI sollte auf einer möglichst soliden Basis aufgebaut sein und immer wieder kritisch überprüft werden. Dazu gehört es, aktuelles Research zu verfolgen.

Private aber auch institutionelle Interessenten fragen zudem immer wieder nach guten Veröffentlichungen zum komplexen Thema von Environmental, Social und Governance (ESG) Investments. Hier[339] sind ein paar besonders interessante Publikationen zu dem Thema verantwortungsvolle Investments.

Die Veröffentlichungen zeigen, dass das Thema für institutionelle und zunehmend auch für private Anleger immer wichtiger wird und was diese beim Investieren beachten sollte.

Bioy, Hortense; Lamont, Kenneth: Passive sustainable funds: The global landscape, Morningstar Manager Research, Mai 2018, siehe hier

Giese, Guido et al.: Foundations of ESG Investing Part 3: Integrating ESG into Passive Institutional Portfolios, MSCI ESG Research, Mai 2018, siehe hier

EU Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, 8.3.2018, siehe hier

EU High Level Expert Group on Sustainable Finance: Financing a Sustainable European Economy, Final Report 2018, 31.1.2018, siehe hier

Lee, Linda-Eling/Moscardi, Matt: 2018 ESG Trends to Watch, MSCI ESG Research, Januar 2018, siehe hier

Rust, Susanna: EU considering sustainable investing as fiduciary duty for investors, ipe institutional pensions Europe, 13.11.2017, siehe hier

[336] http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/
[337] http://prof-soehnholz.com/sehr-gute-pure-esg-performance-und-diversifikators-regelaenderungen-fuer-2018/
[338] http://prof-soehnholz.com/evidence-based-investment-analysis-ebia-a-new-term-every-financial-analyst-and-investor-should-know/
[339] Alle folgenden Quellen finden sich hier http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-interessante-veroeffentlichungen/

Giese, Guido et al.: Foundations of ESG Investing Part 1, MSCI ESG Research, November 2017
Investment News/Calvert/Research: The Rise of ESG Investing, 12.10.2017, siehe hier

Ditfurth, Manuela von/Hoepner, Andreas: Whitepaper: Sustainable Factor Investing, Invesco, Oktober 2017, siehe hier

Institut für nachhaltige Kapitalanlagen: Nachhaltige Kapitalanlage bei Privatanlegern. Ergebnisse einer repräsentativen Befragung von Finanzentscheiden in Privathaushalten in Deutschland, Oktober 2017, siehe hier

Verbraucherzentrale Bremen: Neue Internetseite für nachhaltig orientierte Anleger, Pressemitteilung, 29.9.2017, siehe hier

Schroders Global Investor Study 2017: Sustainable investing on the rise, 28.9.2017, siehe hier

FTSE Russell Insights: Passive Aggressive: Is ESG Integration into passive becoming the new norm, September 2017, siehe hier

Hässler, Rolf/Wilhelm, Axel: Nachhaltige Kapitalanlage für institutionelle Investoren, Eine Einstiegshilfe, Forum Nachhaltige Geldanlagen, September 2017, siehe hier

Masarwah, Ali: Passive Nachhaltigkeitsfonds: Zunehmende Diversifikation verwässert ESG-Portfolios, Morningstar, 4.8.2017, siehe hier

Hale, Jon: More Evidence of Solid Performance From Sustainable Funds, Morningstar, 3.8.2017, size hier

Bürger, Tobias: Risikomanagement wird mit ESG geschrieben, portfolio institutionell 8/2017, siehe hier

Blitz, David/Fabozzi, Frank J.: Sin Stocks Revisited: Resolving the Sin Stock Anomaly, Journal of Portfolio Management, August 2017, siehe hier

CFA Institute Research Association/ Society Switzerland/Swiss Sustainable Finance: Handbook on sustainable investments, 2017, site hier

Douglas, Elyse; Van Holt, Tracy; Whelan, Tenside: Responsible Investing: Guide to ESG Data Providers and Relevant Trends, Journal of Environmental Investing N. 1 2017, siehe hier

Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander: ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5:4, 210-233, siehe hier

ESG-Research und Regulierung: Aktuelle Publikationen (12-2018)

Mein letzter Überblick zu Environmental, Social und Governance ESG-Research stammt aus dem Juli (siehe hier, aber aktuellere ESG-Forschungsergebnisse siehe auch hier). Im Folgenden kommentiere ich neues ESG-Research, das ich interessant finde.

Das Research kann man ganz gut einerseits in solches einteilen, das die Performance von verantwortungsvollen Investments untersucht und andererseits in ESG-Research, das Investorenverhalten und Regulierung analysiert.

ESG-Research: Wieder Outperformance festgestellt

Wie schon in der umfassenden Metastudie von Friede/Busch/Bassen in 2015 (s. hier) herausgearbeitet wurde, scheint ESG eher positive als negative Auswirkungen auf Renditen zu haben, auch wenn „neutrale Wirkung“ schon reichen würde (siehe hier).

Ein seit Langem ESG-Kriterien nutzender Fondsanbieter stellt fest, dass “companies with good or improving environmental, social or governance characteristics have on average outperformed companies with negative characteristics” (Hermes Investment Management 2018, S. 4). Im Gegensatz zu früheren Analysen von Hermes wird angemerkt, dass die “governance premium has weakened and, for the first time, social factors now qualify as statistically significant” (S. 2; siehe Hermes Investment Management: ESG Investing: A social uprise. Global Equities Investment Commentaries 4/2018).

Ähnliches stellt auch MSCI fest (s. Seretis,Pano; Eastman, Meggin Twingh: Enhancing Economic Value with ESG, in: Sustainable Investment Handbook, UBS/PRI/MSCI, 2018, S. 84-100).

Scope Ratings findet keine Performanceunterschiede im Vergleich zu traditionellen Investments in einer Analyse von über 140 von insgesamt 641 verantwortungsvollen Fonds (siehe hier).

ESG-Momentum: Lieber doch nicht auf die Schlechtesten setzen?

Hermes erwähnt ausdrücklich auch bessere Renditen mit Unternehmen, deren ESG Charakteristika sich verbessern. Anleger, die dem sogenannten ESG-Momentum- bzw. Progress-Ansatz folgen, investieren vorzugsweise in Unternehmen, die ein schlechtes – aber sich verbesserndes - ESG-Rating haben. Um ESG-Verbesserungen zu erreichen, sollen auch Stimmrechte entsprechend ausgeübt werden.

Dier Ansatz führt aber zunächst zu Portfolios mit relativ schlechten Unternehmen in Bezug auf ESG-Werte (konzeptionelle Kritik hieran siehe DVFA S. 9 hier).

Auch in Bezug auf die Investmentperformance ist ESG-Momentum-Investing jedoch offenbar nicht unbedingt ideal. So findet MSCI heraus, dass Aktienmärkte am sensibelsten auf ESG-Informationen von Unternehmen reagierten, die keine extremen ESG Scores aufweisen, also weder sehr gute noch sehr schlechte (siehe Giese, Guido; Nagy, Zoltan: How Markets Price ESG. Have Changes in ESG Scores Affected Stock Prices? MSCI ESG Research Insights, November 2018, S. 3).

Auch der renommierte Harvard Professor Serafeim hat sich mit diesem Thema beschäftigt. Seine aktuelle Forschung ergibt, dass die Bewertungsprämie für Unternehmen mit guter “sustainability performance” mit der Zeit weiter angestiegen ist (Serafeim, George: Public sentiment and the price of corporate sustainability”, Harvard Business School Working Paper 2018,Abstract).

Vielleicht sollte man also doch lieber in nach ESG-Kriterien gute statt in schlechte Aktien investieren?

ESG-Research: Viele ESG-Fonds sind Mogelpackungen

Fondsanbieter und Fondsmanager sind nicht immer sehr strikte ESG Anhänger. In einer aktuellen Untersuchung werden sogenannte ESG Fonds auf Basis der von diesen gehaltenen Aktien untersucht. Die Autoren der Studie kommen zu folgendem Fazit: Wie die meisten Investmentfonds werden auch erfolgreiche ESG Fonds vor allem aufgrund guter Reputation des Anbieters und der Marketingbotschaft des Fonds verkauft (sinngemäße Übersetzung). „Based on these, the ESG funds are indistinguishable from each other. The introduced Impact measurement framework uncovers vast differences between ESG funds. In the worst cases, the impact is negative, and the fund investor would have been better off by investing in an index fund rather than investing in the ESG fund in question (this probably would have been cheaper too!)" (Abele/Savilaakso 2018, S. 21).

"The total amount of ESG in any given ESG fund is low. Most asset managers tout their ESG credentials loudly and market their specific product aggressively ….. ESG claims have traditionally been easy to make and impossible for a client to verify. The introduced framework makes it clear that at amodest 11% of tracking error at most, the true measurable impact of any given ESG fund in a representative sample is far below what their messaging and positioning would imply" (Abele/Savilaakso 2018, S. 20; ähnlich StephanieMooij: Asset Managers' ESG strategy: Lifting the veil, Smith School of Enterpriseand the Environment Working Paper 25th of November 2017, S. 2).

"They clearly prioritize the provision of environmentally and socially positive products and services by their portfolio companies, but in turn have lower board independence, gender equality, and social impacts than their benchmark" (siehe Abele, Larry; Savilaakso, Antti: Measuring the Sustainability Impact of 25 European ESG funds, Impact Cube White Paper, 6.12.2018, S. 2).

In dieser Untersuchung wird auch das Tracking Error Konzept kritisiert (siehe auch hier).

Kritik an holdingbasierten Analysen

Für diese Studie wurden alle Aktien der jeweiligen Fonds analysiert. Das ist nicht immer so. So wird nachvollziehbare Kritik an den sogenannten Holding-basierten ESG-Ratings von Morningstar geübt (siehe Aberdeen Standard Investments: Die Elemente von ESG, Arbeitspapier, 8.10.2018): „Das kann dazu führen, dass ein Fonds, bei dem nur gut die Hälfte der Positionen bewertet wurde, mit einem Fonds verglichen wird, bei dem alle Positionen beurteilt wurden. Darüber hinaus nimmt der Schwellenwert auch keine Rücksicht auf die Gewichtung des Wertpapiers im Portfolio."

ESG-Research: Analysten und Fondsmanager wollen keine Regulierung

Die von der renommierten CFA befragten Investmentprofis meinen zwar, dass ESG Faktoren im Investmentmanagement berücksichtigt werden sollten. Die klare Mehrheit will aber keine ESG-Regulierung haben (Sviatoslav, Rosov: The evolving future of fiduciary duty in an ESG world. A Survey of CFA Institute EU-Based Member, CFA Institute 2018, S. 26).

In Anbetracht der Ergebnisse der o.g. Studien ist es aber meiner Ansicht nach klar, daß eine Selbstregulierung der Anbieter nicht ausreicht.

Getrennte Analyse von E, S und G ist sinnvoll

Ob der CFA-Präsident eine ESG Regulierung wünscht, weiß ich nicht. Aber er hat klare Vorstellungen zum Thema ESG, die so auch von der DVFA vorgeschlagen werden (siehe DVFA S. 6): „Besser wäre es …, wenn man die drei ESG-Komponenten separieren und auch die erzielten Fortschritte bei allen drei Themen dann separat dokumentieren müsste“ (Paul Smith in Peter Köhler: Weg von den Lippenbekenntnissen, in Handelsblatt vom 5.12.2018).

Europäische ESG-Regulierung kann nach hinten losgehen

In einem interessanten kritischen Dokument zur geplanten EU Regulierung zeigen die beiden Autoren der u.g. ESG Robo-Advisor-Studie, dass die geplante ESG-Regulierung der EU auch Nachteile haben kann. Sie haben die „Sorge, dass die EU-Kommission durch die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit im Rahmen ihrer Sustainable Finance Agenda die Realisierung einer im strengen Sinne nachhaltigen Entwicklung je nach konkreter Ausgestaltung verfehlen könnte.“ Dabei diskutieren die Autoren unter anderem die Themen Finanzmarktstabilität, marktbeherrschendes Verhalten von Großanbietern und Greenwashing-Risiken (s. Winkler, Eric; Duscha, Markus: Finanzialisierung der Nachhaltigkeit? Mögliche Auswirkungen des EU-Aktionsplans zu „Sustainable Finance“, Fair Finance Institute Diskussionspapier, Oktober 2018).

ESG-Research: Anleger wollen ESG-Angebote

Anleger sind auch für ihre Altersversorgung sehr an ESG Angeboren interessiert, wie eine neue Studie der renommierten Maastricht Universität zeigt: „We find that 66.7% of the participants favor to invest their pension savings in asustainable manner” (s. Bauer, Rob; Ruof, Tobias; Smeets, Paul: Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments, Maastricht University Working Paper, November 19,2018, Abstract).

ESG-Research: Nicht alle Anleger sind opportunistisch

Die Wahl von Donald Trump zum USPräsidenten hat die Erwartungen an eine positive Klimapolitik der USA drastischreduziert. Wie zu erwarten war, haben CO2intensive Branchen daher zumindestkurzfristig an Wert gewonnen (s. Ramelli et al. 2018, Abstract).

Anders als erwartet wurde für Unternehmen mit verantwortungsvollen Strategien in Bezug auf Klimaänderungen aber ebenfalls eine positive Bewertungsentwicklung festgestellt. Die Autoren der Studie erklären das zumindest in Teilen mit dem strategischen Verhalten

langzeitorientierter Investoren „ who looked into the future to assess the valuation of corporations" (siehe Ramelli, Stefano; Wagner, Alexander F.; Zeckhauser, Richard J.; Ziegler, Alexandre: "Stock Price Rewards to Climate Saints and Sinners: Evidence from the Trump Election", Harvard Kennedy School Working Paper, November 12, 2018, Abstract).

Erst wenige Robo-Advisors mit konsequent nachhaltigen Angeboten

Obwohl das Angebot an nachhaltigen Fonds und ETFs boomt (s. z.B. o.g. Scope Studie), gab es im November in Deutschland erst drei Robo-Advisors, die konsequent und transparent verantwortungsvolle Angebote machten (siehe Duscha, Markus; Winkler, Eric: Nachhaltigkeits-Quick Check "Robo-Advisor. Eine Analyse aufgrund der Erstinformationen der Internetauftritte der Robo-Advisor,20.11.2018). Nach der Publikation der Studie sind mit Vividam und der Pax-Bank aber noch mindestens zwei weitere weitere Robo-Anbieter an dem Markt gekommen, die mit verantwortungsvollen Angeboten werben. Die meisten dieser Angebote basieren auf ESG-Fonds (Kritik siehe oben) oder ESG-ETFs (Kritik siehe hier).Trotzdem sind solche Angebote, wenn sie ehrlich vermarktet werden, ein Schritt in die richtige Richtung.

RESEARCH: 27 NEUE INTERESSANTE BEITRÄGE ZU VERANTWORTUNGSVOLLEN INVESTMENTS, ETFS ETC. (2-2019)

Mein letzter Überblick zu Environmental, Social und Governance (ESG) Research stammt aus dem Dezember (siehe hier). Im Folgenden liste ich neueres bzw. zusätzliches ESG-Research auf und auch ein paar allgemeinere Studien, die ich interessant finde.

Mehr Klarheit in Bezug auf verantwortungsvolle Investments

Ist fast alles, was man zu Impact Investing zu wissen glaubt, falsch? (18.12.2018) siehe hier

Detailliertes Dokument von UBS zu ESG im Allgemeinen und den Sustainable Development Goals (SDG) im Speziellen (Januar 2019) siehe hier

Institutional Investing for the SDGs von MSCI und der OECD (Dezember 2018) siehe hier

ESG Ratings im Vergleich (Juli 2018) siehe hier

Timo Busch und andere zeigen, worauf es bei der CO2 Messung ankommt (2018) und weitere interessante Veröffentlichungen der Universität Hamburg zu dem Thema siehe hier

Verantwortungsvolle Angebote sind für Anleger attraktiv

ESG-Studie von Amundi, die zunehmend besseres ESG-Performance zeigt (27.11.2018) siehe hier

European Governance Institute Research zum Thema, dass Anleger Nachhaltigkeit sehr schätzen (November 2018) siehe hier

Anleger erkennen den Nutzen von Nachhaltigkeit, Ergebnisse einer Befragung von Union Investment (November 2018) siehe hier

Auch einer Studie von ebase zufolge wollen immer mehr Anleger nachhaltig anlegen (11.1.2019) siehe hier

Institutional Pensions Europe Real Assets: Jetzt finden Anleger auch das Thema ESG und Infrastruktur interessant (Januar 2019) siehe hier

ESG-Fokus kann auch für Unternehmen vorteilhaft sein

Der Global Risks Report des World Economic Forums zeigt, dass Klimarisiken als besonders hoch eingeschätzt werden (15.1.2019) siehe hier

Timo Busch und Gunnar Friede zeigen mit der „Robustness oft he Corporate Social and Financial Perfomance Relation", dass es sich für Unternehmen lohnt, „gut" zu sein (März 2018) siehe hier

Total Societal Impact – A New Lens on Strategy von BCG: Auch Strategieberater und Unternehmen erkennen den Impact (November 2017) siehe hier

„Anbieter sind auch nur Menschen" und ESG Angebote sind noch nicht gut genug

Selling Fast and Buying Slow: „Biases": Institutionelle Anleger sind auch nur Menschen, wenn es um Investmententscheidungen geht (Dezember 2018) siehe hier

„Biases": Publikumsfondsmanager sind auch nur Menschen (September 2018) siehe hier

Arnott/Harvey/Markowitz "A Backtesting Protocoll in the Era of Machine Learning" (29.10.2018) zu vielfältigen Backtest-Problemen siehe hier

Laut IPE sind Asset Manager nicht sehr überzeugend in Bezug auf ESG-Angebote (20.12.2018) siehe hier

Bloomberg Kritik an ESG Angeboten (18.12.2018) siehe hier

ETFs mit Vor- aber auch Nachteilen und eine neue ETF-Alternative

ETF-Anbieter müssen auch Vertriebsgebühren zahlen (8.2.2019) siehe hier

ETF-Kritik von „Atypisch Still" (16.12.2018) siehe hier

Research-Analyse von Alpha Architect zu doch nicht so schlimmen ETF-Flows (10.12.2018) siehe hier

Axioma stellt fest, dass der „Index-Effekt“ abnimmt (29.11.2018) siehe hier

Joshua Levin vom Robo-Advisor OpenInvest zu Direct Indexing statt ETFs (28.1.2019) siehe hier

Sonstiges interessantes Research bzw. interessante Meldungen

Der britische “Comply or Explain” Ansatz ist ein gutes Vorbild für europäische ESG-Regulierung (30.1.2019) siehe hier

United Nations Environment Programme Studie zu Green Digital Financing mit Fokus auf die Schweiz (September 2018) siehe hier

Rudolf Geyer von ebase zu Robo-Advisor Zukunftstrends mit interessanten Erfahrungen aus 5 Jahren Robo-Advice (31.1.2019) siehe hier

Research-Analyse von Alpha Architect zum Weltmarktportfolio (26.12.2018), das die Basis von Diversifikators Multi-Asset Angeboten ist, siehe hier

Interessante (ESG) Publikationen der letzten Wochen (4-2019)

Asset-Allocation

Nicht mehr ganz neu (aber erst jetzt von mir gelesen) ist „**Robust Asset Allocation for Robo Advisors**“ (siehe http://www.thierry-roncalli.com/download/Robo-Advisor-Regularization.pdf) vom September 2018. Ich stimme diesen Kritikpunkt zu: “Today, in many robo-advisors, asset allocation is rather human-based and very far from being computer-based”. Die vorgeschlagene komplexe Lösung der Autoren überzeugt mich aber gar nicht. Ich bleibe lieber bei meinem „most-passive“ Weltmarktportfolio (siehe hier).

Ein Bloomberg-Auto meint, dass Anhänger von statistischer Outperformance der Vergangenheit mit ihrem Ansatz immer falsch lagen: “The problem is that **evidence-based investing has been a bust over the last decade**. Everything investors had been doing wrong, according to the evidence, turned out to be right” (https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-03-19/when-the-evidence-is-solid-and-the-stock-returns-aren-t). Meines Erachtens wird der Begriff evidence-based aber hier viel zu eng gefasst (siehe hier).

In Bezug auf verantwortungsvolle Geldanlagen und Faktorinvestments stimme ich Herrn Kommer zwar nicht zu (siehe z.B. hier), aber der aktuelle Beitrag von Herrn Kerscher und ihm zu **„Sachwerten“** ist sehr lesenswert: https://www.gerd-kommer-invest.de/konzept-der-sachwertanlage/.

Das Stiftungscockpit des Bundesverbandes deutscher Stiftungen bzw. von Dr. Stefan Fritz ist ein hilfreiches **Einstiegstool für das Anlagemanagement kleiner Stiftungen**. Bei der Nutzung wird aber deutlich, dass durch geringe Maximalverlustvorgaben das mögliche Kapitalanlagespektrum dramatisch eingeschränkt wird. Und bei den Zweckvorgaben, die nur Impact plus entweder Best-in-Class/Ausschluß/Engagement vorsehen, sollte differenzierter vorgegangen werden (siehe https://www.stiftungen.org/aktuelles/blog-beitraege/finanzdokumentation-leicht-gemacht.html).

Modellportfolios, Direct Indexing und Sparplankritik

Modellportfolios werden wichtiger, zumindest in den USA (siehe auch hier). Das zeigt sich daran, dass Morningstar jetzt begonnen hat, auch Modellportfolios zu raten (siehe hier). In dem Beitrag heisst es: „Bank of America Merrill Lynch has set out plans to double flows into its discretionary model portfolio business, while asset managers including BlackRock, Pimco and American Funds, among others, view the model space as a means of growing flows into funds, which have come under pressure from fee compression, the rise of passives and platform consolidation."

Der Beitrag „**Post Fund Future**" (s. https://www.openinvest.co/blog/post-fund-future-part-1-funds-going-way-cds/ vom 19.12.2018) ist auch nicht mehr brandneu, aber lesenswert. Der Beitrag startet so: „Funds are dying. In the next several years, the entire rationale for investing via funds will dissolve, due largely to changes in technology and cost structures." Auch ETFs werden als überholt angesehen. Mehr will ich hier nicht verraten (siehe auch hier).

Etwas neuer: In „The **great unwrapping**" vom 11.2.2019 werden Erfolgsbeispiele für Direct Indexing genannt (https://www.wealthmanagement.com/etfs/what-s-next-etfs-great-unwrapping).

HQ Trust hat eine Studie veröffentlicht die zeigt, dass **Sparpläne** nicht immer besser als Einmalinvestments sind (siehe hier). Interessenten können eine vergleichbare Analyse flexibel selbst erstellen. Auf www.portfoliovisualizer.com kann man dazu im Bereich Backtest Portfolio Allocation, z.B. mit dem Vanguard Produkt VFINX, 100% Anlage in US Aktien modellieren. Dafür stehen Daten ab 1969 zur Verfügung. Im ersten Schritt simuliert man die Ansparphase. Im zweiten Schritt wird der am Ende der Ansparphase kumuliert resultierende Investmentbetrag dann als Einmalanlage für die restliche Periode angelegt. Weitere interessante Analysemöglichkeiten siehe hier.

ESG

Eine europaweite Befragung von Privatkunden zum Thema Nachhaltigkeit durch Nielsen und der Allianz zeigt, dass das **Interesse an nachhaltigen Investments sehr hoch ist**. Anbieter sind darauf offenbar noch nicht richtig eingestellt (https://www.dasinvestment.com/umfrage-von-allianz-global-investors-europas-anleger-haben-nachhaltigkeit-im-visier/, siehe auch hier).

Die gute Nachricht ist, dass **verantwortungsvolle Investments nicht teurer sein müssen als traditionelle** (siehe hier https://www.ipe.com/countries/netherlands/esg-investing-does-not-cost-more-research-shows/10029567.article; siehe auch dieser Beitrag). Die schlechte

Nachricht ist, dass traditionelle Investments für Privatanleger immer noch ziemlich teuer sein können, wie Ali Masarwah von Morningstar zeigt (siehe hier http://www.morningstar.de/de/news/181529/wie-teuer-sind-die-großen-fonds-am-markt.aspx).

Gut gefallen hat mir auch „**ESG-ETFs: Unübersichtliches Terrain**“ von Martin Pöhlsen in Das ETF-Magazin vom März 2019, S. 29-31 (siehe hier https://www.das-etf-magazin.de/inhalt-aktuelle-ausgabe/).

Die aktuelle Studie „ESG Investing: From Sin Stocks to Smart Beta“ von Fabio Alessandrini und Eric Jandeau vom März 2019 zeigt, dass passive **ESG (Ausschluß-)Strategien** sehr attraktiv sein können, dass man aber auf Faktorabhängigkeiten achten muss (siehe auch hier). Jon Hale von Morningstar hat am 7.3. eine gute **ESG Fondsklassifikation** (“A Taxonomy of Sustainable Funds”) veröffentlicht. Die verschiedenen Fondsklassen werden anhand von Morningstar Sustainability Ratings verglichen. Der **Nachteil solcher Ratings** ist, dass zwar Fondsbestandteile analysiert werden, die Fonds aber trotzdem noch etliche Positionen (z.B. solche ohne Ratings) enthalten können, die kritische nachhaltigkeitsorientierte Anleger gar nicht mögen (siehe hier https://www.morningstar.com/articles/918263/a-taxonomy-of-sustainable-funds.html; eine Alternative Taxonomie siehe hier).

Die Forderung großer Geldanleger, dass **Standard-Indizes kontroverse Waffen ausschließen** sollen, ist falsch (siehe z.B. hier https://www.ipe.com/news/esg/index-providers-respond-to-controversial-weapons-campaign/www.ipe.com/news/esg/index-providers-respond-to-controversial-weapons-campaign/10029460.fullarticle). Erstens: Warum sollten nur kontroverse Waffen ausgeschlossen werden und nicht auch andere kritische Elemente? Zweitens: Es gibt inzwischen einige „verantwortungsvolle Indizes“, die statt der traditionellen Indizes genutzt werden könnten. Grundproblem sind aber **unselige Tracking Error Vorgaben** die Anleger „zwingen“, möglichst wenige von ihren meist traditionellen Benchmarks abzuweichen. Wenn sich verantwortungsvolle Investments wirklich durchsetzen sollen, muss gegen solche Vorgaben vorgegangen werden (siehe hier).

Und der Druck nimmt zu: Die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung fordert künftig „eine **Bewertung der Exposures von Pensionseinrichtungen hinsichtlich Umwelt-, sozialer und Governance-Faktoren** (ESG)“ (http://www.portfolio-institutionell.de/ebav-stresstest-der-eiopa-startet/).

Anhand der “**Low Carbon Desgination**”, einer neuen Fondskennzahl von Morningstar, wird gezeigt, dass Berater und Anleger und daher auch Fondsmanager mehr Wert auf „klimafreundliche“ Fonds legen (siehe Ceccarelli/Ramelli/Wagner: When Investors Call for Climate Responsibility, How Do Mutual Funds Respond?, März 2019). Entsprechende Änderungen werden interessanterweise vor allem für relativ schlechte performende, traditionelle bzw. wenig nachhaltige Retailfonds vorgenommen.

Dass **Digitalisierung zu einem steigenden Energieverbrauch** führen kann, meinen die Autoren dieser beiden Beiträge: https://think-beyondtheobvious.com/stelters-lektuere/zu-den-oekologischen-folgen-des-digitalen-booms/ und hier https://www.linkedin.com/pulse/digitalisierung-als-informatisierte-energie-andreas-seidel/).

Mit der Definition von **Impact Investing** geht es voran. Das Global Impact Investing Network (GIIN) hat 4 Kerncharakteristika von Impact Investing festgelegt: Intentionaliy, Evidence-Based Investment Design, Impact management und Contribution to Industry Growth. Die Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) nennt zusätzlich "Community Investing" (siehe hier).

In eigener Sache

Last: **Etwas zu mir** siehe http://www.fintechforum.de/7-questions-with-prof-dr-dirk-soehnholz-diversifikator/ und zu meiner Firma **Diversifikator**: https://www.linkedin.com/pulse/wealthtech-companies-redefining-wealth-asset-industry-richard-sachar/

ESG-News, Robo-Infos und mehr (5-2019)

In den letzten Wochen sind wieder viele interessante ESG-News, d.h. zu Environmental, Social und Governance bzw. verantwortungsvollen Investments, und auch einige zu Robo-Advisors veröffentlicht worden. Hier sind meine aktuellen Favoriten:

ESG-News zu Performances
In „Does ESG investing produce better returns?" von The Motley Fool vom 22.5. wird auf zahlreiche Quellen verwiesen, die diese Frage überwiegend positiv beantworten.

Erst jetzt von mir entdeckt: Ron Robins (z.B. hier: Investing for the soul) analysiert viele US-Publikationen zu verantwortungsvollen Investments und macht Podcasts dazu. Fast immer interessant!

Nicolas Rabener von Factor Research stellt unter dem Titel „ESG Investing: Too good to be true" (14. Jan. 2019) fest, dass **ESG Outperformance liefern kann**. ESG zeigt dabei positive Korrelation mit den Faktoren Low Volatility und Quality und negative mit Small Cap und Value. Die Faktorabhängigkeit wird als strukturell und nicht zufällig angesehen. Faktoranalysen sind wichtig, um Diversifikations-risiken zu erkennen (siehe auch „Faktorallokation ist konzeptionell und operationell schwierig, Faktoranalysen sind aber wichtig" hier und http://prof-soehnholz.com/faktorinvestments-alles-andere-als-passiv/).

Auf alpha architect wird eine interessante Studie zum Thema ESG versus Tracking Error Begrenzung zusammengefasst (siehe hier). Ich bin der Ansicht, dass **Tracking-Error Restriktionen das größte Hindernis für nachhaltige Anlagen** sind, siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/.

ESG-News zu Anleihen

Tim Büttner von Portfolio institutionell schreibt, dass gute ESG-Scores laut Verisk Maplecroft und BlueBay Asset auch für **Staatsanleihen** positiv sind (siehe hier).

Bloomberg Business Week stellt in "Bonds to Save the Planet" (von Emily Chasan, 23.4.2019) fest, dass **grüne Anleihen** bisher meist wenig gehandelt werden und teuer sind.

Franklin Templeton meint im Private Banking Magazin am 15.4.2019: „Grüne Pure Plays“ dürften die bessere Wahl sein. Es heisst dort: „Aus Anlegersicht lässt sich der Aufschlag für grüne Bonds nur schwer erklären“. Als Alternative werden Anleihen von Unternehmen vorgeschlagen, die „Produkte für eine CO2-arme Zukunft anbieten, aber ihre Anleihen nicht als grün bezeichnen“. Dem stimme ich zu (siehe auch http://prof-soehnholz.com/taxonomie-verantwortungsvoller-geldanlagen-praxisorientierter-vorschlag/).

ESG-News zu Privatkunden: Deutsche mit Nachholbedarf

Morningstar (s. „The true faces of sustainable investing” hier) stellt in einer technisch gut gemachten Untersuchung fest, dass das ESG Interesse bei US Retailinvestoren mit 72% ziemlich hoch ist. Anders als gedacht, gilt das aber **nicht vorwiegend für Frauen oder Jüngere**. Morningstar empfiehlt: Berater sollen das Thema ESG ansprechen, bevor es vom Anleger aktiv nachgefragt wird. Das empfehle ich auch für Deutschland, siehe auch http://prof-soehnholz.com/esg-paradox-einfach-zu-verkaufen-und-trotzdem-nicht-angeboten/.

In “Knowledge, Fear and Beliefs: Understanding Household Demand for Green Investments” vom 22.3.2019 stellen Anders Anderson und David T. Robertson für schwedische Anleger fest: „**Overestimation of environmental knowledge crowds out actual knowledge** when explaining fears of climate change and reported recycling behavior, and is also strongly associated with beliefs that environmentally sustainable firms generate higher returns and with the willingness to pay higher fees for sustainable mutual funds.” Das sind gute Nachrichten für diejenigen, die (zu) teure “grüne“ Fonds anbieten. Aber: „verantwortungsvolle“ Investments müssen nicht teuer sein, siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/.

In “Do sustainable investors behave better?” vom „Evidence Based Investor“ Robin Powell vom 2.5.2019 wird auf eine Studie von Derek Horstmeyer und ein darauf basierendes Interview verwiesen die zeigen, dass **nachhaltig orientierte Anleger bessere Renditen erzielen als traditionelle Anleger**, weil sie widerstandsfähiger gegenüber einigen typischen Anlegerfehlern sind. Nur Indexanleger sind noch etwas besser, während institutionelle Anleger sogar schlechter dastehen. Das spricht klar für passive verantwortungsvolle Anlagen (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/neues-buch-passive-verantwortungsvolle-und-online-kapitalanlagen/).

„Laut einer Studie des CFA Institutes und UN Principles of Responsible Investment (UN PRI) sind **deutsche Investoren europaweit die größten Skeptiker**, wenn es um ESG-Investments geht“ (Sebastian Kramer von Citywire siehe hier). Ähnlich: „Nachhaltige Geldanlagen interessieren Deutsche Anleger kaum“ schreibt Frank Stocker von der Welt am Sonntag unter Berufung auf eine Studie von Natixis und einen Vergleich mit der Nachfrage in anderen Ländern (siehe hier). Das ist erstaunlich, weil Deutsche doch sonst als Ökopioniere gelten.

ESG-News: Institutionelle Anleger nutzen ESG ETFs bereits sehr intensiv

In einer sehr breiten Studie europäischer institutioneller Anleger stellt Greenwich Advisors fest: „Many European institutional investors are implementing ESG in their portfolios with ETFs. Forty-Four percent of study participant overall and half the investment managers are

using ETFs as a primary vehicle to address ESG – that's up from just one third in 2017 ("In turbulent times, institutions turn to ETFs, Greenwich Associates, Quartal 1, 2019, S. 14). Angesichts der großen konzeptionellen Probleme von ESG-ETFs (siehe z.B. hier) ist das erstaunlich.

Der ESG Anteil soll in den nächsten Jahren noch erheblich ausgebaut werden und es besteht auch bei institutionellen Anlegern ein starker Informations- und Unterstützungsbedarf in Bezug auf ESG (In turbulent times S. 15).

Warum ein institutioneller Investor 750 Millionen Euro in einen neuen nachhaltigen ETF investiert, der nur relativ geringe ESG Anforderungen erfüllt (siehe hier), anstatt ein **strenges ESG Investmentmandat** zu starten, erklärt sich wohl nur aus der Angst vor einen zu hohen Tracking Error zu traditionellen Benchmarks. Ich bleibe bei meiner Meinung: Orientierung an traditionellen Benchmarks ist der wohl größte Feind verantwortungsvoller Investments.

In Bezug auf **Voting/Engagement** gibt es wohl Verbesserungsbedarf: „Investoren auf Hauptversammlungen: Große Klappe, nichts dahinter" lautet ein Kommentar von Hauke Reimer in der Wirtschaftswoche am 18.5. (siehe hier). Er schreibt: „Großanlegern kritisieren Vorstände, manchmal stimmen sie sogar gegen sie ab. Alles nur Show: Selbstbereicherung und Größenwahn von Managern stoppen sie so nicht."

Iris+ des Global Impact Investing Networks (GIIN) ist ein interessantes kostenloses neues **Impact Tool** (siehe hier).

ESG-News: Mit verantwortungsvollen Angeboten kann man gut verdienen

"Ethical banks perform three times better than systemic ones", heisst es am 6.2.2019 in einer Mitteilung der Global Alliance on Banking on Values für die Jahre von 2007 bis 2017. Interessant, liebe traditionelle Anbieter, oder nicht? In dem detaillierten Report wird auf die unterschiedlichen Geschäftsstrukturen beider Bankengruppen eingegangen. Allerdings kann die höhere Profitabilität auch daran liegen, dass die Angebote „ethischer" Banken nicht besonders günstig sind. In dem über einhundertseitigen Report mit vielen interessanten Informationen wird außerdem auf die weiterhin bestehenden systematischen Risiken traditioneller Bankgeschäfte hingewiesen.

ESG-News: Zunehmende ESG-Regulierung

Zentralbanken und Aufsichtsbehörden, darunter auch die deutschen, die sich 2017 zu dem „Network for Greening the Financial System" zusammengeschlossen haben, haben am 17.4. ihren ersten „comprehensive report" mit dem Titel „**Call for action**: Climate Change as a source of financial risk veröffentlicht. Dort heißt es auf Seite 1: „A transition to a green and low carbon economy … is crucial for our own survival". Außerdem "Climate change falls within the mandate of central banks and supervisors". In dem Report werden einige konkrete Vorschläge gemacht. Da kommt einiges auf uns zu! Es ist sicher besser, proaktiv tätig zu werden.
Die BaFin hat es begriffen, siehe Bundesanstalt für Finanzdienstleitungsaufsicht: Bafin-Perspektiven Ausgabe 2/2019 vom Mai 2019 zum Thema „Nachhaltigkeit". Raimund Röseler, Exekutivdirektor Bankenaufsicht, führt auf S. 20 eine eigene **Tabelle mit dramatischen Auswirkungen von Klimarisiken** auf.: Meine Interpretation des Interviews

mit Elisabeth Rögele, Exekutivdirektorin der Wertpapieraufsicht (S. 34-37) ist, dass die verpflichtende Frage an Privatanleger, ob sie „verantwortungsvoll" anlegen wollen oder nicht, kommen wird. Und Sabine Stremlau von den Hannoverschen Kassen zeigt (S. 59), dass **noch nicht alle institutionellen Anleger begriffen haben, wie wichtig eine nachhaltige Kapitalanlage ist**. Zahlreiche weitere Kommentare dazu findet man im Blog Investabel von Ralf Breuer (siehe hier)

Der Druck nimmt zu: Am 25.4. meldet Bloomberg „Goldman, Bank of England Targeted in London Climate Protest". Die Aktivisten sagen: "We are demonstrating …. because there are people and businesses who are trading on ecological destruction, investing in fossil fuel, mining, palm oil companies and others." Weiter heißt es bei Bloomberg: "The two-week protest has disrupted public transport and snarled roads and bridges in London, with targets including Heathrow Airport and Parliament Square. Police have made hundreds of arrests."

Klima-Aktivisten gehen jetzt zumindest in Großbritannien auch schon gegen Altersvorsorger vor (siehe hier), nachdem sie zuvor schon die Londoner Börse blockiert hatten (siehe hier).

Interessant zum Thema **Reporting**: Unter "Norwegian sovereign fund rejects outcomes reporting for SDGs" vom 2.5.2019 schreibt Rachel Fixen in Instititutional Pensions Europe online: Die Manager des größten Staatsfonds der Welt sagen "Responsible investors who do not have in their mandate to achieve specific social or environmental goals, or to contribute to policy goals, should not be expected to report on such potential impact under the PRI Reporting Framework." Außerdem meinen sie: "To attribute ownership of an outcome, an investor would ideally need to be able to demonstrate additionality, ie that any positive impact would not have happened without their investment." Dem stimme ich zu.

Gegenüber "Das Investment" sagt Guido Küsters, einer der Organisatoren des 2019er Finanzplaner-Forums (siehe „Was die Teilnehmer hören wollen – und was sie hören sollten" vom 30.4.): „Der Sinn und Nutzen des Themas ESG-Kriterien/Nachhaltigkeit war den Teilnehmern gar nicht richtig klar". …"spätestens mit dem Vortrag von Dr. Waigel zur Regulierung aus Brüssel ist jedem klargeworden, was bald auf die Branche zukommt – **ein Thema, das uns bis ins Mark treffen kann**."

ESG-News: Nachhaltige Robo-Angebote

Einen Überblick über die wenigen aktuellen nachhaltigen Angebote deutscher Robo-Advisors gibt Susanne Bergius in „Mit wenigen Clicks zur Vermögensverwaltung?" (s. S. 7-9 des Handelsblatt Business Briefing Nachhaltige Investments vom 10.5.2019) Sie erwähnt z.B. Klimafonds.de (ETF Basis), Visualvest und Vividam (nutzen aktive Fonds) sowie (Pax-)Investify (aktive Fonds und ETFs).

Neu: Joachim Fröhlich von der Evangelischen Bank hat gerade einen „nachhaltigen Robo-Advisor angekündigt (siehe Sebastian Kramer in Citywire hier).

Non-ESG-News: Andere Robospezifische News

Nicht nur für Anhänger von Quant Strategien lesenswert: „The seven reasons most econometric investments fail" von Marcos López de Prado (siehe hier). Ob sein Machine Learning Ansatz allerdings besser ist, habe ich nicht geprüft.

Wieder einmal zeigt eine Studie, dass **niedrige Kosten eine wesentliche Voraussetzung für gute Performance** sind (Bernd Bauer bzw. Petersmann Institut vom 7.5.2019, siehe hier).

Alex Bryan von Morningstar stellt fest für US Aktienfonds fest, dass **Portfoliokonzentration wenig Einfluss auf Renditen** hat. Allerdings sind „high conviction" oft teurer als andere Fonds (siehe hier). Die konzentrierten ESG-Portfolios von Diversifikator sind allerdings günstig.

Oliver S. vom Robo-Advisor Portal stellt für sich selbst **ca. 12 Stunden Zeitersparnis pro Jahr durch Robo-Advisors** gegenüber Selbstberatung fest (siehe hier). Für meine Firma Diversifikator kann ich diese Rechnung für die direkten Aktienportfolios nicht nutzen, denn die Informationen über ESG Scores der Aktien sind nicht öffentlich verfügbar, daher kann man die Aktienportfolios nicht ohne die Informationen von Diversifikator umsetzen. Bei den ETF-Portfolios ist das anders.

„**Wie Deutschlands Banken ihre Robo Advisor absaufen lassen**" (siehe hier) dokumentieren Heinz-Roger Dohms und Christian Kirchner am 7.5.. Der Widerstand innerhalb der Banken gegenüber solch meist kundenfreundlichen Lösungen scheint weiter hoch zu sein. Außerdem sind viele Angebote weder besonders günstig noch haben sie attraktive Portfolioangebote. Vielleicht sollten es die Banken doch mal mit einem neuartigen ESG- oder Alternatives-Robo oder einer Modellportfolioplattform versuchen?

Dazu passend: „**Kein Bock auf Digital Onboarding**" heisst es bei finews.ch (siehe hier) unter Verweis auf eine Studie von Andrion (siehe hier). In ihrer Studie "Algorithm Aversion in Financial Investing" stellen Maximilian Germann und Christoph Merkle allerdings keine grundsätzliche Aversion gegenüber Geldanlage-Algorithmen fest.

Efi Pylarinou weist auf Daily Fintech auf den riesigen Pool von „**unadvised assets**" hin, den Robo Advisors noch nicht reduziert haben (siehe hier).

Und es kommen weiter **neue Robo-Advisors** an den Markt, die aber laut Stiftung Wartentest relativ teuer sind (siehe hier). Andererseits: Nach Traderepublic bietet nun auch etoro besonders **günstige Handelsmöglichkeiten für Aktien und ETFs** an (siehe hier).

ESG ÜBERALL: AKTUELLE ESG-NEWS, ESG-RESEARCH, ROBO-NEWS UND MEHR (6-2019)

ESG überall: Gut, dass ich nur „most passive" Portfolios anbiete. So habe ich genug Zeit, etliche der vielen interessanten aktuellen Informationen zu Environmental, Social, und Governance-Themen (ESG) und Digitalisierung zu lesen. Hier ist mein aktueller Überblick mit meiner subjektiven Beurteilung:

ESG überall

Mirjam Staub-Bisang, die Landeschefin von Blackrock Schweiz, stellt am 4. Juni auf dem Branchentalk Banken in ihrem Vortrag „Kulturwandel in der Finanzbranche" diese drei

großen Trends fest: Nachhaltige Geldanlage, passive und alternative Anlagen und Digitalisierung (s. Seite 6). Genau darauf fokussiert meine Firma Diversifikator seit 2015.

Das Forum Nachhaltige Geldanlagen hat den interessanten Marktbericht für 2019 veröffentlicht. Der Markt wächst sicher stark, ich bin aber kein Anhänger der extrem breiten Definition, was nachhaltig ist (meine Meinung siehe http://prof-soehnholz.com/taxonomie-verantwortungsvoller-geldanlagen-praxisorientierter-vorschlag/).

Investors See 'Material Risk' in Ignoring ESG schreibt Christine Idzelis in „Institutional Investor" am 11.6. unter Verweis auf eine Umfrage von UBS und Responsible Investor. Und "just under half of investors (48 percent) who adopt ESG strategies view them as positive for financial performance, according to the UBS survey. Yet more than half have those surveyed admitted that they have not assessed the return impact of integrating ESG factors". Insgesamt gilt: „Asset owners expect environmental factors will be more material than traditional financial criteria in the next five years." Vielleicht ist die PureESG-Strategie von Diversifikator, die nur auf ESG als Aktienselektionskriterium setzt (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/pureesg-ist-besser-als-smartesg/), gar nicht so dumm?

„Nachhaltigkeit wird auch in der Schweiz Normalität" schreibt Fondsprofessionell online am 4. Juni mit Verweis auf Swiss Sustainable Finance und die „Neue Zürcher Zeitung". „Allerdings sind nach wie vor nur 12 Prozent aller privaten Investoren in der Schweiz in nachhaltigen Anlagen investiert".

In "Should DC schemes drop the term 'ESG'?" vom 10. Juni schreibt Susanna Rust über eine breite Umfrage unter britischen Rentenbeziehern. Die Offenheit für verantwortungsvolle Investments ist sehr groß. Fast die Hälfte der Befragten würde dafür auch auf Rendite verzichten.

Ralf Breuer von Investabel weist in seinem Beitrag vom 12. Juni auf ESG-data: Building a solid Foundation von der Man Group und Numeric vom März hin. Diesen Beitrag sollte man komplett lesen. Bei aller berechtigten Kritik an ESG-Daten: Auch klassische Finanzdaten sind nicht immer unstrittig. Und Vielfalt muss nicht unbedingt schlecht sein.

ESG überall aber Klima zuerst?

Die Europäische und andere Zentralbanken nehmen das Thema ESG sehr ernst, heißt es in „ECB Says Mispricing Climate Change May Hurt Financial Stability" von Piotr Skolimowski am 29. Mai ebenfalls bei Bloomberg (mehr dazu siehe auch hier http://prof-soehnholz.com/esg-news-robo-infos-und-mehr/).

In "Companies asked to come clean on climate lobbying" von Jennifer Thompson in der Financial Times fm Responsible Investing vom 13. Mai werden meines Erachtens zurecht Unternehmen kritisiert, die „gut" tun aber gleichzeitig Lobbygruppen angehören, die ESG-Anliegen eher schaden.

ESG überall: Passiv-ESG nimmt stark zu

In der Juni Ausgabe des IPE Magazins schreibt Carlo Svaluto Moreolo über „The origin of ESG indices“. Laut der The Index Industry Association (IIA) gibt es weltweit etwa 3,7 Millionen Indizes von denen ca. 1%, also 37tausend, ESG Indizes sind.

Elisabetta Basilico fasst am 10.6. auf Alpha Architect die 2018er Studie „Passive Sustainable Funds: the Global Landscape“ von Hortense Bioy und Kenneth Lamont aus dem Journal of Index Investing zusammen: „The authors survey the passively managed ESG side of the industry and develop a taxonomy by dividing the types of strategies in three categories: broad ESG, broad-thematic, narrow-thematic.” Das macht Sinn.

Auf dem von der Société Generale organisierten Frankfurt Sustainable & Positive Impact Finance Conference am 12 Juni habe ich Experten von MSCI, Lyxor, Sustainalytics, ISS und Feri gefragt, ob Sie einen puren Bottom-Up ESG Index bzw. ETF kennen, oder nur von Standard-Indizes abgeleitete Benchmarks, die vor allem einen geringen Tracking Error zum Standard-Index anstreben (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/). Es wurde kein Bottom-Up bzw. purer Index genannt. Offenbar kennen sie die Indizes von Diversifikator noch nicht (siehe Seite 162ff in https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/190120-Das-Diversifikator-Buch.pdf).

Diversifikator ist nicht mehr allein mit dem Ausschluß von Cannabis-Aktien. Auch der norwegische Staatsfonds schließt jetzt Cannabis-Unternehmen aus (siehe „Norway’s SWF dumps €139m of cannabis stocks after criticism“, Rachel Fixen in IPE vom 29.5.2019; zu Ausschlüssen siehe auch hier http://prof-soehnholz.com/regelaenderungen-fuer-2019-die-portfolios-mit-den-wohl-strengsten-esg-anforderungen/).

Ali Masarwah von Morningstar schreibt am 13.6. in „Nachhaltigkeitsfonds sind in Europa im Vorwärtsgang“: „Die Erosion des Marktanteils aktiv verwalteter Fonds hat auch im ESG-Bereich längst eingesetzt“. Für 2019 heisst es: „Indexfonds brachten es also in den ersten fünf Monaten auf einen Anteil von 40 Prozent am Neugeschäft. Damit wurde das ohnehin sehr gute Jahr 2018 getoppt, als zehn Milliarden Euro bzw. rund 27 Prozent der Nettoneugelder ESG-Indexprodukte ansteuerten.“

ESG überall: Aktien, Anleihen, Wandelanleihen und Mischfonds

“In Sustainability: The Future of Investing” vom Blackrock Investment Institute Global Insights aus dem Februar 2019 werden von Brian Deese et al. auf Seite 6 vergleichbare bzw. bessere Renditen von US- und anderen ESG-Aktien bei vergleichbaren bzw. niedrigeren Risiken als für traditionelle Aktien für die Zeit von 2012 bis 2018 aufgeführt.

“ESG ratings now affect the price borrowers pay on about $32 billion of loans worldwide, up from just $3 billion in 2017” heisst es in “ESG Ratings face skepticism even as loan-market importance grows” von Jacqueline Po bei Bloomberg am 4. Juni.

Wenn man für Staatsanleihen strenge ESG-Kriterien anlegen würde, dürfte man laut Degroof Petercam Assetmanagement in etlichen OECD-Ländern kein Geld anlegen, darunter USA,

Japan, Italien, Spanien, Portugal, Belgien (Das Investment, Auch Staaten müssen unter ESG Kriterien beurteilt werden, 5. Juni).

„Nachhaltiges Anlegen zahlt sich auch bei Wandelanleihen aus“ meint Fisch Asset Management laut investtrends.ch vom 6. Juni.

„Nachhaltige Mischfonds übertreffen konventionelle Vergleichsfonds“ heißt eine aktuelle Analyse von absolut report (absolut ranking vom 6.6.2019). Noch besser schneidet in der Studie aber ein passives nachhaltiges Portfolio ab. Der passive Multi-Asset ESG Ansatz von Diversifikator scheint also nicht ganz falsch zu sein.

ESG überall aber nirgendwo Robos?

Es geht aber noch einfacher: “Vanguard’s Two-Fund Portfolio Just Had Its Best Decade” schreibt Jason Kephart bei Morningstar am 30.5.2019. Das Portfolio aus 60% US Aktien und 40% US Anleihen schlägt in der Analyseperiode fast alle vergleichbaren aktiven Fonds in Bezug auf Rendite und Volatilität.

“The roboadvice market is growing, but changing“ schreibt Ryan W. Neyl am 30. Mai in InvestmentNews. Er beruft sich auf einen Report von Aite Group in Bezug auf den US Markt und schreibt: „Aite expects compound annual growth of 64% in this segment as banks migrate accounts with less than $1 million in assets over to digital advice platforms.” Wachstum wird dabei vor allem bei großen Banken erwartet und kaum von unabhängigen Startups.

Besonders interessant finde ich auch diesen Ausblick von Kitces: “The most important tech trend in wealth management in 2019 will be the upgrades that industry custody/clearing firm incumbents are making to their systems, that will increasingly turn the ‘robo’ trend from a unique differentiator or add-on technology, into simply the native experience of the platforms themselves. This will squeeze out many of today’s robo-advisor for-advisors players, whose technology is no longer relevant on top of a custodial platform that can (finally) do the same themselves, and with better straight-through processing capabilities. In fact, it will ultimately transform ‘robo’ tools to simply become ‘the technology we all use’, in the same way that no one says they’re an ‘internet-enabled’ advisor because their software lives in the cloud. Instead, the internet is simply part of the technology we all use in our native platforms. In 2019, the same will happen to most of the ‘robo’ movement for independent advisors.” (in “Wealthtech Trends to watch in 2019 von Jay Palter in Financial News vom 11.12.2018). Das erwarte ich auch für Deutschland, allerdings erst ab 2020.

Direct Indexing, Modellportfolios und No Data statt ESG überall

In einem Morningstar Podcast mit Michael Kitces geht es am 5. Juni auch um mein Lieblingsthema Direct Indexing (siehe hier http://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/). Neu war für mich, dass Kitces schon 2014 auf das Potential hingewiesen hat (siehe „Indexing 2.0: How Declining Transaction Costs And Robo-Indexing Could Disintermediate Index Mutual Funds And ETFs“, Blogbeitrag vom 28. Mai 2014. Direct **ESG** Indexing wird von Kitces aber nicht erwähnt.

In den USA nutzen laut Broadridge 85% aller Berater Modellportfolios, vor allem aus Skalierungsgründen (siehe „Study finds 85% of investment advisors use model portfolios“, InvestmentNews vom 6. Juni; siehe auch hier http://prof-soehnholz.com/modellportfolio-robos-sind-besser-als-normale-robo-advisors/).

Im World FinTech Report 2019 von CapGemini und EFMA, der European Financial Management Association, werden auf Seite 15 die “Concerns” von Banken in Bezug auf Open Banking genannt. Die mit Abstand drei Wichtigsten sind „Data security“, „Customer privacy“ und „Loss of control of customer data”. Der Ansatz von Diversifikator, möglichst keine Endkundendaten zu nutzen („no data“), sollte den Banken gefallen (siehe z.B. hier http://prof-soehnholz.com/personalisierung-koennen-nur-nackte-reich-werden-oder-fremd-versus-selbstpersonalisierung/).

Interessante „traditionelle“ News

Unter dem Titel “What drives global risk perception” ist im Mai Research von Felix Holzmeister und weitere Autoren erschienen. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass verlustorientierte Risikomaße für Profis und Laien wichtiger sind als schwankungsorientierte. Das sehe ich auch so (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/schwankungen-sind-tolerierbar-intransparenz-nicht/).

In dem Beitrag von Jim Rowley von Vanguard „Darum lösen Indexstrategien und ETFs keinen Crash aus“ in Das Investment vom 6. Juni heißt es unter anderem: „Weder die Dotcom-Blase noch die Finanzkrise konnten Anleger dazu veranlassen, ihre Indexfonds zu verkaufen.“ Vielleicht sind Indexanleger schlauer als Nutzer aktiver Fonds, die ihre Fondsanteile oft zum falschen Zeitpunkt kaufen bzw. verkaufen.

“Cost transparency poses threat to asset managers, says Moody’s“, lautet die Titelzeile von Nick Reeve in IPE am 29. Mai. Marina Cremonese von Moodys wird dort wie folgt zitiert: „The initiative was “credit negative” for asset managers “because it will likely make their cost and fee structures more transparent and easier to compare, encouraging institutional investors to negotiate rebates”. Die Nachricht bezieht sich auf eine Initiative aus Großbritannien. Erschreckend finde ich, dass selbst institutionelle Geldanleger offenbar bisher keine volle Kostentransparenz haben (ähnlich siehe hier: http://prof-soehnholz.com/haben-fondsanbieter-angst-vor-reportingtransparenz/).

In „Trends everywhere“ von Abhilash Babu und anderen Mitarbeitern von AQR Capital Management heisst es in der Zusammenfassung: “Our analysis demonstrates that trends are a pervasive feature of markets and even factors, providing the broadest cross-section evidence of time series momentum to date” (zu Trendfolge-Nutzung siehe auch hier http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice).

IMMER MEHR ESG: MEHR RESEARCH, INDIZES, ETFS, REGULIERUNG ETC. (6-2019)

Immer mehr ESG: Ich dachte, es würde reichen, wenn ich alle zwei Wochen schreiben würde. Die sind seit meiner letzten Research-Zusammenstellung aber noch nicht um. Jetzt habe ich trotzdem schon wieder über 20 interessante Beiträge zusammengefasst. Aber ich stelle mit Evidence Based Investment Ansatz ja die Forderung auf, möglichst viele relevante Untersuchungen zu kennen und zu verarbeiten. Wat mutt, dat mutt.

Immer mehr ESG Taxonomie, aber noch wenig Transparenz

Am 14.6., also noch vor der Veröffentlichung der EU ESG-Taxonomie, hat Ben Caldecott von der Oxford University unter „'Encourages laziness and disincentives ambition': Ben Caldecott shares his thoughts on the EU's green taxonomy" eine gute Kritik in „Responsible Investor" geschrieben, u.a. „a binary 'green'/'not green' assessment does not reflect reality or the science. There are 'shades of green' …. Außerdem äußert er Kritik an willkürlichen Grenzwerten. Dem stimme ich zu.

From Niche to Mainstream: How ESG is transforming investment schreibt Alex Thornton als "FundForum365" am 25. Juni. Mir gefällt die folgende Aussage zu unterschiedlichen ESG-Ansätzen besonders gut: "The clear message is: it doesn't matter if there isn't complete alignment, as long as there is full disclosure." Meine Meinung dazu siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/haben-fondsanbieter-angst-vor-reportingtransparenz/.

Erst jetzt gelesen aber passend dazu: „European asset owners: Climate alignment of public equity and corporate bond portfolios." Vom November 2018 vom WWF und der 2 Degree Investing Initiative. Peinlich: Keiner der elf angesprochenen deutschen Anleger konnte oder wollte Details offenlegen (S. 32). Das muss ich künftig ändern.

Auch erst jetzt gelesen, aber das ist nicht schlimm: Manche Researcher haben seltsame Ideen. Weil es angeblich zu wenige Unternehmen gibt, die ESG-Daten berichten, entwickeln die Autoren der renommierten New York University einen „ESG" Faktor mit dem es gelingen soll, Unternehmen ohne ESG Daten in ein „ESG" Portfolio zu nehmen (Roy Henriksson et al: „Integrating ESG in portfolio construction", Working Paper der NYU vom Juni 2018). Das ist sicher nicht im Sinn von strengen ESG-Anlegern. Die Autoren hätten besser dieses Research von einem der Publikationsstärksten deutschen Professoren gelesen: Benjamin Auer: „Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 2016, 51-62 (with. F. Schuhmacher). Da wird vereinfacht zusammengefasst u.a. gezeigt, dass der Verzicht auf Aktien ohne ESG-Rating gut für die Performance ist.

Immer mehr ESG Indizes und ETFs

„S&P 500 ESG strebt Abbildung von75% der Marktkapitalisierung des Mutterindexes an" heißt der Beitrag von Uwe Görler von extraETF am 19. Juni. Dag Rodewald von UBS erklärt darin, warum UBS jetzt einen ETF auf diesen Index anbietet. Die Begründung zeigt, dass sogenannte professionelle Anleger weiterhin vor allem auf geringe Abweichungen zu traditionellen Indizes achten statt auf streng nachhaltige Investments. Das halte ich für falsch (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/).

MSCI führt neue Klimaschutzindizes ein heißt es bei Institutional Money am 21. Juni. „Der Anteil thermischer Kohle ist um 50 Prozent geringer und sie enthalten viermal weniger Unternehmen, die CO2-intensive Produkte anbieten, als die zugrunde liegenden Indizes“ heißt es dort unter Verweis auf MSCI.

Interessanterweise beinhalten auch die neuen EU-Klimabenchmarks noch viel „Dreckiges“ (S. 9: Exposure constraints; Minimum exposure to sectors highly exposed to climate change issues is at least equal to market benchmark value https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-teg-climate-benchmarks-and-disclosures_en#190618 vom 18. Juni). Immerhin wird nach E, S und G differenziertes ESG- (S. 20) und Climate-related Disclosure für alle Benchmarks gefordert.

Ich frage: Warum sind z.B. thermische Kohle und CO2 intensive Produkte überhaupt noch in angeblichen Klimaschutzindizes enthalten? Ist das nicht Greenwashing?

Stoxx erhält Zuschlag für Milliarden-Deal mit deutschen Pensionsfonds heißt es am 24.6. bei institutional money. „Die Bundesländer sind: Baden-Württemberg, Brandenburg, Hessen und Nordrhein-Westfalen. Die Lizenzierung betrifft die Replikation der Indizes durch Vermögenswerte im Wert von mehr als sieben Milliarden Euro.“… „Die Auftraggeber suchten nach einer angemessen nachhaltigen Indexlösung mit reduzierten CO2-Emissionen, die ihnen erlauben würde, sowohl Nachhaltigkeits- und Klimarisiken zu managen als auch ein attraktives Risiko-Rendite-Profil zu erzielen“ wird Willem Keogh von Stoxx zitiert. Meine Meinung: Guter Ansatz. Aber das hört sich nicht nach konsequent nachhaltiger Umsetzung an. Niedriger Tracking Error zu traditionellen Indizes scheint mindestens genauso wichtig zu sein (siehe auch http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/).

Die machen es besser: „FTSE Russell chosen by Pensionsfonds Detailhandel for new sustainable benchmark“ (Pressemeldung FTSE Russel vom 26. März) für ein 5,8 Mrd. Aktienmandat. Das scheint ein Bottom-Up Index zu sein, der unabhängig von traditionellen Benchmarks zusammengestellt wurde.

Immer mehr ESG Performance

„Nachhaltigkeit in der Asset-Allokation Sustainable Development Goals in der Kapitalanlage“ von Michael Busack und Hendrik Schlimper vom 21.6. in „Der Bank Blog“ weist auf höhere Rendite und niedrigere Risiken bei nachhaltigen im Vergleich zu traditionellen Aktienfonds mit Fokus auf die Eurozone hin.

In „Nachhaltige Investitionen: Studie von MSCI bestätigt Wirtschaftlichkeit“ heißt es in Das Investment am 20.6. online: „verglichen mit den Ausgangsindizes wiesen die Indizes der SRI-Indexserie nicht nur geringere Risiken auf, sondern für viele Märkte auch eine bessere Performance“. Gut, dass Diversifikator seit Ende 2015 SRI ETFs für die ESG-ETF-Portfolios nutzt (siehe auch http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/).

„Immer mehr nachhaltig anlegende Investoren“ schreibt Patrick Eisele von portfolio institutionell am 25.6. über eine Befragung institutioneller Investoren durch Union Investment. Unter anderem schreibt er: „Mehr als zwei Drittel (69 Prozent) der Investoren zufolge, die sowohl nachhaltig als auch konventionell anlegen, hat sich die Rendite nachhaltiger Portfolios ähnlich wie oder gar besser als die konventioneller Portfolios entwickelt.“

Dennis Fritsch hat Ergebnisse des neuen Research von Responsible Investor und UBS: ESG – Do you or don’t you? am 18. Juni veröffentlicht. Befragt wurden 613 Vermögensinhaber aus 46 Ländern, viele davon untypisch, weil es sich um „normale“ corporate pension funds und nicht PRI Unterzeichner handelt. In der Zusammenfassung heißt es u.a. “Half say returns get better” und “Environmental factors could outstrip financial analysis in the next five years” (Der Report ist nicht kostenfrei).

„ESG: Weight of evidence“ aus dem June IPE-Magazine von den MSCIlern Guido Giese und Linda Eling Lee enthält gute Hinweise dazu, wie ESG Daten ausgewertet werden können/sollten. Zusammenfassend schreiben sie über ihre Analysen: “empirical research provided evidence of a risk-reducing effect when ESG ratings are used in portfolio construction”.

Immer mehr ESG Nachfrage

DWS-Umfrage: Pensionskassen sehen schnellstes Wachstum bei passiven Investments innerhalb ESG schreibt Maximilian Märkl am 24. Juni bei Citywire.

Am 19. Juni hat das Global Impact Investing Network GINN seinen 2019 Report veröffentlicht. Der 76Seitige Report enthält auch Einiges zu Listed Equity Impact Investing. Das ist ein Thema, mit dem ich mich intensiv beschäftige. Public Equity machte in 2018 ca. 10 bis 20 Prozent aler Impact Investments aus (S. 10, 22). Diese Investments sollen in der Regel normale Aktienrenditen erreichen (S. 24).

Daniela Röstel stellt im BaFin Journal vom Juni auf den Seiten 25 bis 30 die Ergebnisse einer Befragung deutscher Privatkunden vor. Zusammenfassung: Viele kennen den Begriff nachhaltige Geldanlage (noch) nicht. Aber viele sind bereit, niedrigere Renditen oder höhere Risiken nachhaltiger Anlagen zu akzeptieren. Die Risiken nachhaltiger Anlagen werden unterschätzt (vor allem in Bezug auf illiquide Anlagen).

Einfache Aktieninvestmentstrategien: Gleichgewichtung und Trendfolge

Ich habe lange keine Studien mehr zu meiner Lieblingsstrategie Gleichgewichtung gesehen (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/). Ich hatte schon befürchtet, dass das an schlechter Performance liegt. Eine Studie von FTSE Russell vom März zeigt jedoch weiterhin eine sehr gute Performance: „Russell 1000 Equal Weighted Index: Equal weighting refined“.

In "Trend Following with Momentum Versus Moving Average: A Tale of Differences", einem Arbeitspapier von Valeriy Zakamulin und Javier Giner vom 19. Dezember 2018 wird festgestellt: "comparing and contrasting the two most popular trend following rules, the Momentum (MOM) and Moving Average (MA) rules, from a theoretical perspective" und "the MA rules have a more robust forecast accuracy of the future direction of price trends" . Meine Meinung dazu: http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/).

Alternatives

„Practical considerations for listed infrastructure" nennt sich ein neuer Researchreport von FTSE Russell vom Juni. In der Zusammenfassung heißt es: "As opposed to unlisted infrastructure, (listed) infrastructure provides a practical and easy way to gain exposure as well as being cost effective and transparent in implementation. The primary appeal of infrastructure is historically higher dividend yield relative to the broad market, backed by defensive qualities… based on a stable income profile, which also demonstrates inflation protection characteristics." Das ist aber schon länger so. Nicht umsonst habe ich in 2014 einen entsprechenden Fonds (Ve-RI Listed Infrastructure) und in 2016 das Infrastruktur ESG Portfolio (siehe http://prof-soehnholz.com/neues-attraktives-esg-portfolio-aus-kern-infrastrukturaktien-weltweit/) entwickelt.

Beratung, Umsetzung und Robo-Advisors

Unter Anleger brauchen einen fairen Deal kommentiert Ali Masarwah von Morningstar am 12. Juni „Im Buhlen um die Gunst des Vertriebs haben sich die Verantwortlichen in der Fondsindustrie vor sehr langer Zeit entschieden, Vermittler an der Verwaltungsvergütung von Fonds teilhaben zu lassen. Und sie haben danach im Interesse des Vertriebs sukzessive die Fixkosten der Fonds erhöht und als Ausgleich eine weitere Gebührenkomponente erfunden: Performance Fees, welche die Rolle einer zweiten Verwaltungsgebühr einnahmen." Und zu Beratungsleistungen: „Allerdings sind viele der resultierenden Portfolios offenbar so weit von der optimalen Struktur entfernt, dass man von fehlerhafter Beratung ausgehen kann." Mit Verweis auf M. Germann und M. Weber: Brauchen wir Anlageberatung? Eine Finanzdienstleistung mit Hindernissen. (Forschung für die Praxis, Band 34), Mannheim 2019. Hier ist ein Beitrag von mir zu dem Thema: http://prof-soehnholz.com/servicepauschale-statt-honorar-stundensatz/).

"Robo-Advisor Adoption, Willingness to Pay, and Trust – An Experimental Investigation" vom Dezember 2018. Daniel Ben David und Orly Sade stellen fest, dass manche Anlegergruppen für persönliche Beratung im Allgemeinen nicht mehr zahlen wollen als für automatisierte Robo-Beratung. "We compare readiness to adopt and willingness to pay for (as a proxy for trust) financial advice provided three ways (algorithm, human, and a hybrid of algorithm and human) using an online and a computerized laboratory experiment. For the same potential financial advice, we observe age and gender differences in the readiness to adopt and pay for the different advice options."

justTRADE möchte kostenfreien Wertpapierhandel anbieten –auch für ETFs schreibt Markus Jordan von ExtraETF am 25.6. Und „Einnahmen erzielt justTRADE durch Rückvergütungen,

die der Anbieter von Handels- und Produktpartnern für jede Transaktion erhält.“ Ich meine: Sehr gute Initiative auch/gerade im Sinne von Direct Indexing (siehe http://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/), aber Anleger sollten auch auf die Spreads bei der Umsetzung achten.

Der 38%-Coup: Allianz, Goldman und Co. kapern Robo-Fintechs schreiben Heinz-Roger Dohms und Christian Kirchner von Finanz-Szene am 25. Juni über Moneyfarm, Nutmeg und Scalable. Neben Anteilen traditioneller Anbieter wird auch der Cash-Burn analysiert. Meine These: Für das Geld hätten die Anteilskäufer auch gut eigene Robos aufbauen können. Das lassen aber wohl interne Widerstände nicht zu (siehe z.B. hier http://prof-soehnholz.com/statt-kannibalisierung-esg-robo-oder-alternatives-robo/). Vielleicht will man aber vor allem beim Börsengang oder Verkauf Kasse machen.

Robo-Performance: Die „Echtgeldtests“ (hier aus „Das Investment“ vom 17. Juni) von Robo-Advisors von brokervergleich.de ergeben immer wieder, dass die Anlageergebnisse der Robos relativ stark auseinanderliegen können, meist jemand anderes vorne liegt und eine 50/50 Aktien/Anleihe Benchmark kaum zu schlagen ist. Das war vorhersehbar. Fast alle Anbieter verwenden sehr Input-sensible Optimierungen (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/) und Anleihen sind auch in letzter Zeit sehr gut gelaufen. Die 50/50 Allokation konnte auch von kaum einem aktiven Manager geschlagen werden (siehe Vanguard’s Two-Fund Portfolio Just Had Its Best Decade). Mein Fazit: Die Performance der most passive Portfolios von Diversifikator schneidet im direkten Vergleich oft ziemlich gut ab (siehe auch http://prof-soehnholz.com/3-jahre-diversifikator-gute-rendite-aber-80-prozent-anders-ist-schwer-zu-verkaufen/).

Extra: Konferenz-Learnings

Am 25.6. auf Bloomberg’s The Future of ETFs Konferenz in Frankfurt hat Sean Hagerty, der Managing Director von Vanguard Europa, auf einen oft übersehenen Punkt hin: Anders als bei klassischen Fonds haben ETF-Langfristanleger geringere Kosten als Kurzfristanleger, weil bei ETFs die „Tradingkosten“ von den jeweiligen Käufern/Verkäufern und nicht von allen Anlegern wie bei anderen Publikumsfonds getragen werden.

In einem Panel sagt Frank Mohr, der bei der Commerzbank für den ETF-Handel zuständig ist, dass die Liquidität eines ETF nicht so wichtig ist, sondern es vor allem auf die Liquidität der ETF-Bestandteile ankommt. Meine Frage: Warum ist die Liquidität von ETFs oft eines der wichtigsten Selektionskriterien von ETF-Anlegern?

Carmen Gonzalez-Calatayud von der HSBC Asset Management, sieht Wachstumspotential vor allem in Bezug auf Asien, vor allem China, und Saudi-Arabien ETFs. Meine Meinung: Das ist nichts für „ESG-Anleger“. Je mehr Anteile „kritische“ Staaten in traditionellen Indizes erreichen, desto wichtiger werden passive ESG-Anlagen, die solche Investments ausschließen.

Athanasios Psarofagis, ein ETF-Analyst von Bloomberg Intelligence, spricht über ETF-Trends. Interessant finde ich, dass er einen positiven Ausblick für Multi-Faktor ETFs hat, weil Anbieter, die gerne mögen, weil sie „stickier“ sind als Single-Faktor ETFs. Von Multi-Asset

ETFs redet er aber nicht. Meine Vermutung: Wahrscheinlich haben die zu wenig Chancen, einfache 50/50 Aktien/Anleihen Benchmarks zu schlagen. Das erwarte ich von Multi-Faktor ETFs zwar auch nicht, aber welcher Anbieter nutzt schon eine in der Vergangenheit kaum zu schlagende 50/50 Benchmark für Multi-Faktor ETFs (siehe auch http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/)?

Auf dem „Future of Benchmarking" Panel werden unter anderem die hohen Kosten für die Lizensierung von Benchmarks kritisiert. Für MSCI werden dafür 4 Basispunkte genannt. Vor allem bei ETF-Kosten unter 20 Basispunkten und einem vor allem über Gebühren ausgetragenen Wettbewerb, ist das sehr viel. Gespräche am Rande der Konferenz machen deutlich, dass auch oder gerade große ETF-Anbieter wie Vanguard über eigene Indexangebote nachdenken oder offener für kleinere Anbieter wie Solactive werden.

Sind nachhaltige Geldanlagen wichtiger als nachhaltiges Verhalten? (7-2019)

Im heutigen Beitrag geht es nicht nur um nachhaltige Geldanlagen, sondern auch wieder um „traditionelles Research" und Robo Advisors. Den Schwerpunkt bildet die kritische Analyse einer Allianz Studie zu ESG.

Nachhaltige Geldanlagen: Research und News

„ESG ist in unserer DNA: Ein nordischer Dialog zwischen ESG und Aktie" heisst ein Vortrag von Johannes Haubrich von Nordea Asset Management den er dieses Jahr im Mai und Juni auf einer Roadshow für das Bündnis für Fonds gehalten hat. In der Präsentation verweist er auf eine Nordea-Publikation von 2015 mit dem Titel „Nordea's illustrative analysis on carbon footprint from savings", die immer noch sehr interessant ist. Darin heisst es: **Our illustrative analysis showed how 'greening' an individual's financial assets, such as savings, could generate 27 times greater improvements in a personal carbon footprint than eating less meat, using public transport, reduce water use, and flying less**."

Trotzdem ist natürlich jeder auch noch so kleine individuelle Beitrag wichtig. Aber Achtung Asset Manager, Banken und andere Vermögensverwalter: Selbst wenn 27x zu hoch geschätzt ist, ist die nachhaltige Geldanlage damit ein Thema für #FridaysforFuture. Der Druck wird sicher steigen.

Ähnlich: Manfred Fischer schreibt: „Dokumentiert wird, um wie viel geringer der CO2-Ausstoß … im Vergleich zu Werten für Indizes wie den MSCI World" ist. Florian Koss von der Triodos Bank sagt: „Mit 1.000 Euro lassen sich einige hundert Kilogramm CO2 pro Jahr einsparen, das ist schon ein Impact" in „Impact Investing: Geldanlagen, die Gutes bewirken" vom 12. Juli auf www.biallo.de.

Anleger sind bereit: „Anleger und Berater brauchen Siegel für grüne Anlagen" von Angelika Breinich-Schilly vom 4. Juli in Springer Professionell, heißt es in Bezug auf eine repräsentative Anlegerbefragung durch Cofinpro. Unter anderem sei jeder zweite bereit zu

Renditeverzicht. Und „**83% wünsche sich eine Pflicht für Banken, ihre Kunden aktiv zum Thema nachhaltige Produkte zu beraten**“. Es gibt noch viel zu tun, siehe http://prof-soehnholz.com/esg-paradox-einfach-zu-verkaufen-und-trotzdem-nicht-angeboten/

Nach einer Umfrage von BNP Paribas Asset Management haben erst 5 Prozent der befragten Deutschen schon teilweise „Socially Responsible“ investiert, aber 65% würden es in der nahen Zukunft machen (S. 4). Es ist aber noch viel Aufklärung und persönliche Beratung erforderlich (S. 11).

Ob das EU-„Siegel” funktioniert, wird nicht nur von mir bezweifelt (siehe http://prof-soehnholz.com/nachhaltigkeitstaxonomie-der-eu-positive-aspekte-aber-insgesamt-enttaeuschend/): “**EC sustainable finance approach ‘could expose EU to legal risk**’ schreibt Susanna Rust am 2. Juli in ipe online. Basis des Berichtes ist der Report “Impact Washing gets a Free Ride” von “The 2° Investing Initiative” (2°II)”. Kritik wird darin vor allem an fehlender wissenschaftlicher Basis und Messbarkeit geäußert. Das sehe ich auch so. Abwarten ist aber auch keine gute Strategie.

Schneller als befürchtet (siehe http://prof-soehnholz.com/eu-klimaindizes-und-esg-indexverordnung-offizielles-greenwashing/) werden neue Klimaindizes vermarktet, die Kohle und Erdölunternehmen enthalten (siehe hier: „Die Indizes schließen keine Unternehmen aufgrund ihrer Klima-Performance aus“).

Climate Change and Climate Risk An Index Perspective von Jaineel Bandani et al. in MSCI Research Insights vom Juli 2017 zeigt deutlich die Kompromisse die nötig sind, wenn man nur möglichst wenig von traditionellen Indizes abweichen möchte (siehe auch http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/).

“World leaders back impact investing” schreibt Elizabeth McArthur am 5. Juli von Financialstandard in Bezug auf G7 und G20. Meine Meinung: Kein Wunder: Je mehr Impact privat finanziert wird, desto geringer die Forderungen an Staaten.

“DFIN Survey reveals gaps in implementation and reporting of environmental, social and governance issues” heißt es in Business Wire am 9. Juli in Bezug auf US Groß-Unternehmen. Mein Kommentar: Ich hoffe, dass zumindest europäische Unternehmenslenker diese Themen ernster nehmen.

Vielleicht sollten wir aber einfach nur **mehr in Deutschland produzieren?** (Das meine ich nicht ernst). „So viel macht Deutschland aus CO2“ heißt es in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung am 3. Juli (S. 16). „Kaum ein Land schafft mehr Wohlstand je Kilogramm CO2“ steht dort mit Verweis auf eine Studie von Olaf Eisele vom Düsseldorfer Institut für angewandte Arbeitswissenschaft, der die Kennzahl CO2 Produktivität propagiert.

Gute Umfrage-Initiative von Responsible Investor zum Thema Blue Ocean (Teilnahme noch möglich). Dazu heisst es: „The **ocean economy** is expected to grow at twice the rate of the mainstream economy by 2030, and the economic value of global ocean assets is estimated to already be at over US$ 24 trillion, making the Blue Economy the seventh-largest economy by

GDP globally. However, with ocean health and impacts tightly linked to the threats of climate change and other anthropogenic threats, such as over-fishing, habitat-destruction and pollution, a large amount of capital is at risk.“

Gute private Initiative für bessere Daten und mehr **Sozialfokus**: Über 100 sehr große Geldanleger haben sich zur Workforce Disclosure Initiative zusammengetan, um börsennotierte Unternehmen zu mehr Transparenz „how they manage workers in theri direct operations ad supply chains“ zu bringen.

Einen interessanten Beitrag zur schwierigen Frage eines **Cannabis-Ausschlusses** schreibt Joel Krane in IPE Magazin July/August :”Perspective: Growing buzz around cannabis“, u.a. “Sweden’s four main national pension funds (AP Funds 1-4)have decided to avoid investing in cannabis.” Und “Norway’s sovereign wealth fund recently blacklisted five cannabis companies after it was criticised by the Norwegian Narcotic Officers’ Association for investing in the sector.“

Nachhaltige Geldanlagen: Überarbeitetes Sustainability Rating von Morningstar und ESG-Studie von Union Investment

Ali Masarwah schreibt am 1. Juli auf morningstar.de: „**Morningstar Sustainability Rating rückt ESG-Risiken in den Vordergrund**“. Schlecht bleibt aus meiner Sicht: „Die besten zehn Prozent der ESG-Performer einer Global Category bekommen also unverändert ein Fünf-Globen-Rating“ (Best-In-Class). Neu und gut ist: „Fonds mit besonders schwerwiegenden ESG-Risiken können über bestimmte Rating-Stufen nicht hinauskommen“ (Best-in-Universe). Neu und gut ist m.E. auch, dass künftig die „Messung der Kontroversen ein integraler Bestandteil des Sustainalytics Risk Ratings sind“.

Jetzt habe ich auch den „Ergebnisbericht zur Nachhaltigkeitsstudie 2019“ von Ende Juni 2019 von Union Investment auf Basis von über **200 deutschen institutionellen Anlegern** gelesen. Besonders interessant finde ich die folgenden Ergebnisse: „**Zwei Drittel der Befragten sind überzeugt, dass nachhaltige Kapitalanlagen das Weltklima entscheidend beeinflussen können**“ (S. 17). 69% der Anleger sehen keine Renditenachteile und 72% keine Risikonachteile nachhaltiger Investments (Seite 13).

Diese Aussagen sind aber mit Vorsicht zu genießen, denn auf Seite 14 heißt es: „Mehr als die Hälfte der Investoren gibt zu, über keinen guten oder sehr guten Kenntnisstand zu nachhaltigen Kapitalanlagen zu verfügen“. Trotzdem oder deswegen: „**Nachhaltigkeit wird zum Erfolgsfaktor für Asset Manager**“, sagt Alexander Schindler, Vorstand der Union Investment (S. 5). Da gibt es aber noch viel tu tun, siehe http://prof-soehnholz.com/haben-fondsanbieter-angst-vor-reportingtransparenz/.

Nachhaltige Geldanlagen: Interessante ESG-Studie der Allianz Global Investors

Der von mir sehr geschätzte Steffen Hörter von **Allianz Global Investors** hat am 26. Juni Ergebnisse einer ESG-Studie (Sustainable Investing Report 2019) veröffentlicht. Diese ergeben, dass Aktienportfolios mit einem unterdurchschnittlichen ESG-Profil ein relativ

hohes Extremverlustrisiko haben. In der deutschen Zusammenfassung heißt es außerdem: „Das Rendite-Risiko-Profil von Portfolien mit besseren ESG-Ratings zeigt kaum Abweichungen zum Vergleichsindex."

Auf Seite 10 der Studie finden sich zwei weitere interessante Informationen: „Our analysis shows very little correlation of between the major ESG ratings providers for the same ratings universe" (sic). Further we find evidence that the out-performance of ESG indices vs. parent indices stems more from an unintended factor tilt rather than picking the right holdings". Meine Frage: Wer sagt, dass der Factor Tilt „unintended" ist. **Kennen die Anleger den Faktor Tilt nicht**? Falls das so ist, wieso nicht? Die Studie zu dem Schluss, dass aktives Management entscheidend sei.

Ich interpretiere die öffentlich zugänglichen Ergebnisse dieser Allianz-Studie etwas anders: Aus vielen anderen Untersuchungen u.a. von Morningstar wissen wir: Aktive Fonds schlagen traditionelle passive Indizes nur selten dauerhaft. Wenn ich einen günstigen ESG-Indextracker kaufen kann, dessen Rendite-Risikoprofil nicht negativ vom traditionellen Vergleichsindex abweicht, habe ich zumindest ein relativ gutes ESG-Portfolio (meine Kritik dazu siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/). Das ist mir lieber als ein traditionelles Indexinvestment oder ein aktiver Fonds, der diesen Index im Zweifel nicht schlagen kann und der zudem in der Regel intransparenter ist.

Meines Wissens gibt es keine systematischen signifikanten Performance-Unterschiede zwischen ESG-Indizes bzw. ETFs, die auf unterschiedlichen ESG-Ratinganbietern beruhen. Deshalb stört es mich nicht sonderlich, wenn einzelne Titel unterschiedlich geratet/beurteilt werden.

Bleibt das Risiko der Faktorabhängigkeit. Das kann man mit einfachen Faktoranalysen prüfen (siehe z.B. auch hier http://prof-soehnholz.com/faktorallokation/). Dann kann man entscheiden, ob die Abhängigkeiten unerwünscht sind.

Hinzu kommt ein aus meiner Sicht methodischer Mangel der Studie. AGI scheint nur mit aggregierten ESG-Scores zu arbeiten. Ich halte die **Nutzung von aggregierten ESG-Scores für kritisch**. So kann ein Unternehmen mit sehr guter Governance ein schlechtes ökologisches oder soziales Verhalten „kompensieren" (siehe auch hier: https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf).

Ein schlechter aggregierter ESG-Score bedeutet, dass ein Unternehmen bei allen drei Dimensionen relativ schlecht sein kann. Kritische „verantwortungsvolle Anleger" würden aber nur in Aktien investieren, die nach allen drei Dimensionen zumindest akzeptabel sind. Das sollte auch im Studiendesign berücksichtigt werden.

Hinweis in eigener Sache: Mein Unternehmen Diversifikator bietet passive Portfolios an, die nur die nach E, S und G besten Aktien nutzen. Die Ergebnisse sind bisher ziemlich gut. Ich bezweifele, dass „aktives" Management dauerhaft besser abschneidet.

Auf der AGI Internetseite habe ich nur einen zu meinen Portfolios einigermaßen vergleichbaren nachhaltigen Fonds gefunden, den „Stiftungsfonds Nachhaltig“. Der schlägt meine ESG ETF-Portfolios jedenfalls nicht, hat aber auch eine niedrigere Aktienquote.

Nicht nachhaltige Geldanlagen: „Traditionelles“ Research und News

Wesley Gray (alpha architect) hat am 26.6. “**Trend Following: The Epitome of No Pain, No Gain**“ veröffentlicht. Zusammenfassung: “Trend-following “works” in the sense that one has historically been able to capture a vast majority of the upside in a stock market, while simultaneously minimizing the threat of monster drawdowns.” …. “The strategy can deviate wildly from buy-and-hold benchmarks and so-called whipsaws are commonplace. “ Die Strategie ist deshalb für viele Anleger nicht geeignet, meint er. Das entspricht auch meinen Erfahrungen (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/).

Ali Masarwah schreibt am 31.5. auf morningstar.de „**Bei USA-ETFs ist es „hip to be swap**“. Im Text hesst es „Allerdings bleibt es unter dem Strich auffällig, dass die vier besten ETFs unserer Liste Swap-basierte Produkte sind und die besten drei dabei nicht die niedrigsten Kosten aufweisen.“

Das war dann wohl doch die richtige Entscheidung: Diversifikator schließt synthetische ETFs nicht grundsätzlich aus. Anleger können aber Portfolios ohne synthetische ETFs bekommen. Außerdem wird **Tracking Differenz** statt „ausgewiesene Kosten“ als ETF-Selektionskriterium genutzt.

Der von mir initiierte Ve-RI Listed Infrastructure schneidet beim Absolut/Ranking von Absolut Research „Top Manager für Listed Infrastructure“ vom Juli ziemlich gut ab. Mein passives und (fast) nur nach ESG-Kriterien zusammengestelltes Listed Infrastructure ESG Portfolio (siehe http://prof-soehnholz.com/neues-attraktives-esg-portfolio-aus-kern-infrastrukturaktien-weltweit/) ist im Vergleich dazu aber auch nicht schlecht (s. www.diversifikator.com).

„**Fondsvermögensverwaltung: Attraktive Alternative oder auf dünnem Eis**?“ heisst es am 2. Juli bei Fonds professionell online über eine Podiumsdiskussion auf der Konferenz Funds Excellence in Frankfurt. Besonders wenn 34fler den Inhalt der Fonds-VV selbst bestimmen/managen wollen, wird das aus Kundenschutz- und aufsichtsrechtlichen Gesichtspunkten teilweise kritisch angesehen.

Ylva Backstroem, Ian Marsh und Jo Sylvester haben am 11. Mai ein Arbeitspapier publiziert unter dem Titel „Financial Advice, Wealth and Gender: Risk Tolerance, Knowledge and Tolerance“. Zusammenfassend schreiben sie: „… gender effects are more complicated than previously assumed”. Die Studie ist für alle interessant, die Frauen als Zielgruppe haben (also alle, oder?).

Attraktive Kunden sind besonders “gefährlich”: “How do you build value when clients want more than wealth?” Heisst der Global Wealth Management Research Report 2019 von Ernst

& Young. Besonders interessant (S. 17): 1) **The wealthiest clients are three times more likely than the mass affluent to switch firms for products**. 2) Clients who self-identified as having high investment knowledge are nearly three times more likely to switch firms for products than those with low investment knowledge. 3) Clients with the highest tolerance for risk are twice as likely as those with conservative or moderate risk attitudes to switch firms for products.

Nicht nachhaltige Geldanlagen: Digitalisierungs- und Robo-Advisor News

In „Global Wealth 2019: Reigniting radical Growth" von Anna Zakrzewski und Kollegen von der Boston Consulting Group vom Juni 2019 finden sich wie jedes Jahr interessante Informationen und Einschätzungen. Dazu gehört z.B. diese aus der Zusammenfassung „Accustomed to the ease and convenience of digital apps, features and channels for banking and other activities, wealth clients increasingly expect their wealth management providers to offer a similar experience. Yet many firms lag behind other sectors …" und "wealth managers will need to invest in product innovation …". Meine Meinung: Stimmt. Konkreter: Es werden zwar heute schon zu viele Produkte angeboten, aber für konsequent verantwortungsvolle Angeboten gibt es noch viel Potential (siehe auch http://prof-soehnholz.com/wealthtech-fuer-multimillionaere/ oder hier http://prof-soehnholz.com/geldanlageinnovationen-sind-einfacher-als-gedacht/).

Im CapGemini World Wealth Report 2019 heißt es in Zusammenfassung (S. 4): „Key opportunities exist for wealth management … regarding personalized offerings, service quality, and fee transparency". … S. 5: "firms must empower wealth managers via the power of digital tools and financial planning resources".

"Millennials are here for a good time – and a long time, not emojis". Madhvi Mavadiya versucht am 10. Juni in ….. zu erklären, warum der „Robo-Advisor" **Marcus von Goldman Sachs** in UK bereits 8 Mrd. USD eingesammelt hat während **Finn von JPMorgan Chase** in den USA gescheitert ist. Ihre Begrümdung: Falscher regionaler und zu enger Kundengruppenfokus auf Millennials.

Sebastian Schick schreibt am 26.6. unter www.biallo.de: „Robo-Advisor: „Sell in May" hinterlässt Spuren". Darin heisst es „Allerdings dürften Verbraucher erst mal stutzig werden, wenn sie die Testergebnisse als Entscheidungsgrundlage für ihre Anbieterwahl heranziehen möchten. Denn die genannten **Tester kommen zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen**. Hierfür ein Beispiel: Der nach verwaltetem Kundenvermögen in Deutschland führende Robo-Advisor, Scalable Capital, erhielt bei Stiftung Warentest (Finanztest) lediglich die Note „befriedigend". Bei der Untersuchung des Deutschen Instituts für Servicequalität im

Auftrag von n-tv wurde Scalable dagegen mit „sehr gut" ausgezeichnet." … „Wie hilfreich sind solche Tests überhaupt? Zumal die Performance als wichtiges Bewertungskriterium nur spärlich berücksichtigt wird. Und wenn überhaupt, dann nur für eine Strategie." Biallo macht es besser und nutzt jeweils 3 Portfolios.

Konkurrenz für Robo-Advisors: In „Provisionsfreier Wertpapierhandel kommt nach Deutschland. Revolution im Online Brokerage?" schreibt Hansjörg Leichsenring vom 3. Juli

in seinen interessanten Beitrag: Aber Achtung: „In jedem Fall basieren derartige Geschäftsmodells de facto auf einer Ausnahmeregelung und sind damit fragil."

Förderungsmöglichkeiten für eine SDG-Konferenz, einen Pensionsfonds und Startups

Wer an Sponsoring von bis zu 250 tausend Euro für die Organisation eine SDG Konferenz in Berlin im 4. Quartal 2020 interessiert ist, kann sich hier (S. 88) bewerben: „A citizen science decade (2020-2030) in support to the Sustainable Development Goals". Über eine Freikarte würde ich mich freuen.

Eine ähnliche Summe steht bereit, um einen europäischen Pensionsfonds für Wissenschaftler aufzusetzen (S. 94). Ich arbeite gerne beim ESG-Geldanlagekonzept mit.

ESG PARADOX: VIEL INTERESSE, ABER WENIGE ANGEBOTE FÜR PRIVATKUNDEN (7-2019)

„ESG paradox" habe ich als Titel gewählt, weil es meiner Meinung nach immer noch wenige überzeugende Produktangebote für eine potenziell sehr hohe Nachfrage gibt. Trotz Sommerpause ist in den letzten Wochen wieder viel Interessantes zu den Themen verantwortungsvolle Investments, Robo Advisors aber auch zu allgemeinen Investmentthemen publiziert worden, zu dem ich „meinen Senf dazugeben" möchte.

ESG paradox: Viel Interesse aber wenig Fairtrade und noch weniger nachhaltige Investments

Ulrike Arp schreibt am 4. Juli über eine Umfrage von M Science von Group M zum nachhaltigen Konsum mit der Überschrift „Die Deutschen entdecken die Nachhaltigkeit": „Rund 30 Millionen Deutschen ist das Thema Nachhaltigkeit wichtig, sagen die Forscher. Darunter weisen etwa neun Millionen eine stark ausgeprägte nachhaltige Einstellung auf. Diese Zielgruppen sind **überwiegend weiblich, verfügen über eine höhere Bildung und ein überdurchschnittliches Haushaltsnettoeinkommen**."

„**Deutsche kaufen mehr Fairtrade**" schreibt Stephanie Diemand in der FAZ vom 18.7. (S.20) mit Verweis auf das „Forum Fairer Handel". Mehr ist aber nicht unbedingt viel. Denn dort steht auch: „Pro Kopf gab jeder Deutsche im vergangenen Jahr 20,50 Euro für fair produzierte Lebensmittel, Textilien und Handwerksprodukte aus". Damit sind „geschätzte 99% des Handels nicht fair", sagt Manuel Blendin, Geschäftsführer des Forums.

Mein Kommentar: Wenn nachhaltige Geldanlagen auch so wenig angenommen werden, können traditionelle Anbieter sich entspannen. Allerdings sind „faire" Waren meist teurer als „nicht faire". Nachhaltige Geldanlagen müssen dagegen nicht teurer sein als traditionelle. So sind nachhaltige ETFs erheblich günstiger als aktive traditionelle Geldanlageangebote, auch wenn sie (noch) etwas teurer sind als traditionelle ETFs (siehe auch hier: http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/).

Außerdem kann Robo-Advisor Technologie bei der Kostensenkung für nachhaltige Geldanlagen helfen (siehe auch hier: http://prof-soehnholz.com/statt-kannibalisierung-esg-robo-oder-alternatives-robo/). Deshalb bin ich **zuversichtlich, dass nachhaltige Geldanlagen schneller erfolgreich werden als Fairtrade**. Das gilt vor allem dann, wenn gezeigt wird, dass nachhaltige Anlagen keine Performance oder Risikonachteile haben müssen und außerdem sogar mehr für die Umwelt tun können, als (nur) nachhaltiger Konsum (siehe http://prof-soehnholz.com/sind-nachhaltige-geldanlagen-wichtiger-als-nachhaltiges-verhalten/).

ESG paradox: Jugend ist aktiv, Unternehmen weniger

Im Gothaer Makler-Blog hat Lars Nievelstein Anfang Juli auf einige gute Studien hingewiesen. So wurde in der 2019er Europäischen Jugendstudie von TUI (S. 23.) festgestellt, dass **43% aller Befragten in den letzten 12 Monaten im Bereich Umweltpolitik und Tierschutz politisch aktiv waren**. In Deutschland sind es 41%. Damit liegt dieses Thema auf dem ersten Platz der Aktivitäten.

„Unternehmen reagieren nicht auf Klimaziele“ heißt es bei portfolio institutionell online am 12. Juli unter Verweis auf eine Studie von Transition Path Initiative. „Demnach sind **nur 46 Prozent dieser Unternehmen in der Lage, den Klimawandel adäquat in Unternehmensentscheidungen zu berücksichtigen**.“ Für meine Corporate Social Responsibility Idee ist deshalb die Zeit wohl noch nicht reif (siehe http://prof-soehnholz.com/csr-und-esg-verantwortungsvolle-geldanlageangebote-fuer-mitarbeiter-und-kunden/).

ESG paradox: Nachhaltige Investments im Detail

Guido Giese von MSCI hat im Juni einen interessanten Beitrag veröffentlicht (s. hier). In dem Beitrag wird u.a. anschaulich gezeigt, dass **Ausschlüsse** nicht ideal für Risiko/Rendite-Relationen sind. Die Nachteile können aber sogar durch die Nutzung einfacher aggregierte ESG-Scores überkompensiert werden (Abb. 10, S. 16). Meine Meinung: Ohne Tracking Error Restriktionen (siehe hier http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/) und mit separaten E, S und G Mindestscores (wie beim Diversifikator PureESG-Ansatz) könnten die Resultate noch besser sein.

In „Clearing the scope around **cannabis**“ hat MSCI im Juni einen guten Beitrag zu dem Thema veröffentlicht. Meine Meinung: Zumindest „recreational use“ sollte aus nachhaltigen Portfolios, die Tabak und Alkohol ausschließen, ebenfalls ausgeschlossen werden (so mache ich das jedenfalls, siehe hier http://prof-soehnholz.com/sehr-gute-pure-esg-performance-und-diversifikators-regelaenderungen-fuer-2018/).

Robo Advisors generell

„A mid year look at digital investing” ist ein guter Beitrag von Efi Pylarinou zu US Robo-Advisors. Meine Meinung: Vor allem der Erfolg von **Personal Capital** ist beachtlich, denn dieser Robo Advisor ist ziemlich teuer.

In dem Arbeitspapier von Catherine D'Hondt et al. vom 6. Juli „**Artificial Intelligence** Alter Egos: Who benefits from Robo-Investing" wird festgestellt, dass AI gut für Anleger sein kann. Wenn man aber die Details beachtet stellt man fest, dass passive ETF-Anlagen meist noch viel besser funktioniert hätten (S. 35). Mein Reden: http://prof-soehnholz.com/big-data-und-machine-learning-verschlechtern-die-anlageperformance/.

Norbert Wulf schreibt am 25. Juli in Private Banking Magazin online über das 3. **Robo-Advisor Ranking von Capital** „Masse der digitalen Vermögensverwalter enttäuscht". „Aktive Manager" sind aber (noch) schlechter: Am selben Tag heißt es in derselben Publikation von Christian Nicolaisen: „Zwischenstand beim Fuchs Performance-Projekt: „Vermögensverwalter mit Performance Problemen". Das gilt auch für „schwierige Anlagezeiten". Mein Kommentar: Die investierbaren passiven Benchmarkportfolios von Diversifikator stehen gegenüber beiden Gruppen gut da.

Nachdem Scalable seine Kooperation mit Siemens bekanntgegeben hatte, war es lange Zeit ruhig zum Thema „**digitale Altersvorsorgekooperationen**". Am 19. Juli kam dann folgende News für Österreich: „Digitaler Vermögensverwalter von Spängler kooperiert mit Porsche" (Private Banking Magazin online). Meine Meinung: Das Thema hat Zukunft, vor allem wenn auch nachhaltige Angebote gemacht würden (weitergehend siehe http://prof-soehnholz.com/robo-advisor-unterstuetzung-fuer-die-bav/).

ESG paradox: Robo Advisors, Nachhaltigkeit und Direct ESG Indexing

Die amerikanische **Ethic.investment**, die ein ähnliches Geschäftsmodell wie Diversifikator verfolgt, erhielt in einer Finanzierungsrunde von insgesamt 13 Mio. US Dollar auch Geld von Fidelity, schreibt Ryan Neal am 18. Juli in Investment News unter dem Titel „Fidelity, Dynasty back new techpowered ESG asset manager".

Am selben Tag wurde bekanntgegeben, dass sich die Allianz, Commerz Real und das Land Hessen mit 20 Millionen USD an **S-Ray**, der ESG Daten-Tochter des ESG Spezialisten Arabesque beteiligt (Siehe z.B. hier).

Am 24. Juli schreibt Nir Kaissar bei Bloomberg „Disruptive ETFs face an ESG disruption themselves" über meine Lieblingsthema **Direct ESG Indexing**. Meine Meinung: Ich teile seine Kritik an ESG ETFs, aber konsequentes Direct ESG Indexing im Sinne von Einzeltitelbasierten Portfolios mit Deselektionsmöglichkeit (siehe hier http://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/) wird von den von ihm genannten US-Beispielen meines Wissens noch nicht umgesetzt.

Allgemeine Investmenthemen

Mit "Can the Market Multiply and Divide? Non-Proportional Thinking in Financial Markets" haben Kelly Shue und Richard R. Townsend am 24. Juni in interessantes Arbeitspapier zum Thema **absolute versus relative Änderungen** und die sich daraus ergebenden Risiken und Chancen für Wertpapiere mit relativ geringen „absoluten Preisen" veröffentlicht.

In “The Best of Strategies for the Worst of Times: **Can Portfolios be Crisis Proofed**?” von Campbell Harvey et al. (überwiegend von der Man Group) vom 31. Mai werden unterschiedliche Portfolioabsicherungen miteinander verglichen. Evident wird: Es gibt keine Strategie, die immer funktioniert hat. Aber manche waren in der Vergangenheit besser als andere (siehe auch hier http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/).

ONLINE-ESG UND OFFLINE-ESG: NEWS UND AKTUELLES RESEARCH (8-2019)

Bei ESG, ETFs und Robo-Advisors tut sich etwas in Deutschland, u.a. Online-ESG Angebote, der erste nachhaltige ETF-Dachfonds, mehr Modellportfolio-Angebote und mehr „kostenloses“ Trading. Viele Spass beim Lesen der von mir ausgewählten und t.w. kommentierten Beiträge.

Offline ESG generell (noch kein Online-ESG)

„Privatkunden wollen nachhaltige Anlagen“ schreibt Angelika Breinich-Schilly am 30.7. in Private Banking online über Vertriebsprofi- und Anlegerbefragungen von Ebase und confinpro (siehe auch http://prof-soehnholz.com/esg-paradox-einfach-zu-verkaufen-und-trotzdem-nicht-angeboten/).

Passend dazu schreibt Susanne Bergius zu dem Thema „Versicherungen haben noch viel vor sich“ am 9. August im immer wieder interessanten Handelsblatt Business Briefing Nachhaltige Kapitalanlage. Der erste Abschnitt beginnt so: „Aufsichtsbehörden stellen Defizite beim Management von Klimarisiken und bei der Offenlegung fest. Kapitalanlage und Versicherungen sind im Gleichklang auszurichten“. **Mein Kommentar:** Das bringt viel Anlagepotential für nachhaltige Angebote.

Für Faktorfreunde hat Nicolas Rabener von Faktroresearch im Juli einen interessanten Beitrag veröffentlicht: „ESG: What`s under the hood. Residual returns from ESG investing.“? Seine Zusammenfassung: “This short research note highlights positive excess returns from ESG investing, although a deeper look reveals that the abnormal returns are mainly explained by sector biases”. **Mein Kommentar:** Ich interpretiere das anders: Wer keine verlässlichen Faktorprognosen erstellen kann (also wohl niemand), macht mit ESG-Investing wenig falsch. Aber Faktoranalysen sind wichtig, um Abhängigkeiten zu kennen (siehe auch http://prof-soehnholz.com/faktorallokation/).

ESG-Taxonomie, ESG für Unternehmensanleihen und Immobilien (wenig Online-ESG)

Mehr Begriffsklarheit würde helfen: Ein guter kritischer Beitrag zu EU **Nachhaltigkeitstaxonomie** ist „Nachhaltige Finanzierung – Wenn Anspruch auf Wirklichkeit trifft“ von Rainer Lenz und Antje Schneeweiß vom 19. Juli und publiziert von **Finanzwende**. Der letzte Satz lautet: „Nachhaltigkeit in der europäischen Finanzwirtschaft ist nur glaubhaft,

wenn die Finanzdienstleister ihre Geschäftsmodelle, ihre Unternehmenskultur und ihre Governance nachhaltig ändern. Dies bedeutet ein Systemwechsel und keine kosmetischen Veränderungen mit einem grünen Anstrich“ (siehe auch http://prof-soehnholz.com/eu-klimaindizes-und-esg-indexverordnung-offizielles-greenwashing/).

Auch Julie Moret von Franklin Templeton hat einige Verbesserungsvorschläge für die **Taxonomie**: „EU Taxonomie greift zu kurz“ heißt der Beitrag vom 31. Juli in Private Banking Magazin online (siehe auch http://prof-soehnholz.com/nachhaltigkeitstaxonomie-der-eu-positive-aspekte-aber-insgesamt-enttaeuschend/).

Noch eine Studie dazu, dass ESG-Kriterien wichtig für **Unternehmensanleihen** sind: „ESG overlay ‘boosts outcomes for corporate bond investors“ schreibt Susanna Rust am 5. August bei ipe.com über einen Bericht von JP Morgan Asset Management. Dort heißt es unter anderem: „The study showed that MSCI’s ‘E’, ‘S’, and ‘G’ scores were generally not related to one another or to credit agency ratings.” **Mein Kommentar**: Für Unternehmensanleihen hat Diversifikator jetzt auch Investmentregeln, siehe http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

Interessantes Research zu **Green Buildings,** jedenfalls laut Abstract: „This paper finds that the average marginal cost of green-labeled construction projects is smaller than the value premiums documented in the literature. However, design fees, representing just a fraction of development costs but paid largely up-front, are significantly higher for green construction projects. These projects also take longer to complete“ (The price of innovation: An analysis of the marginal cost of green buildings von Andrea Cheguta, Piet Eichholtz und Nils Kok, August 2019, Journal of Environmental Economics and Management).

Offline ESG ETF Angebote (kann einfach zu Online-ESG werden)

Offenlegungsprobleme gibt es auch hier: Morningstar hat Anfang August eine detaillierte Studie von Hortense Bioy et al. zu europäischen ESG Fonds veröffentlicht. Dort kann man nachlesen, dass der Anteil passiver ESG Fonds stark zunimmt und eher Performancevorteile festgestellt werden können (S. 20). Darin heißt es unter anderem auch: „The information …. how funds ….use ESG is often incomplete and unclear“ (S. 2). **Mein Kommentar:** Was auch hier fehlt: Die Analyse, wie aktive im Vergleich zu passiven ESG Fonds performen. Mir ist unklar, warum Anbieter sich keine Mühe geben, ihren ESG Ansatz transparent zu machen. Das schreit förmlich nach mehr Regulierung (siehe auch http://prof-soehnholz.com/haben-fondsanbieter-angst-vor-reportingtransparenz/).

Lara Crigger schreibt am 17. Juli auf ETF.com über den US Markt: „ETF Investors Embrace ESG ‚Lifestyle‘,“. Darin heißt es unter anderem: Diversifizierte und günstige **ESG Core Produkte** gewinnen zu Lasten von Themenangeboten. „… once investors have selected ESG-flavored core products, they tend to stick with them.” Und am Ende: “If investors continue to park their money into these core ESG products, we may see that snowball become an avalanche sooner rather than later”.

Ein sehr gutes Diskussionspapier mit dem Titel „**How can a passive investor be a responible investor**“ wurden von den Principles for Responsible Investments (PRI)

veröffentlicht (ohne Datum). Dort findet sich auch ein Hinweis auf eine Studie von SustainAbility, die über 600 ESG-Scoring Lieferanten identifiziert und auf Unterschiede zwischen Ratings (S. 13). Auch der Hinweis auf unterschiedliche Faktorabhängigkeiten von ESG-Ansätzen, hier Low-Carbon und Thematisch, ist interessant (Verweis auf Schroders, S. 15). Und auf Seite 14 findet man Kritik, dass auch traditionelle Indizes nicht immer sehr transparent sind. **Meine Meinung:** Es fehlt eine Diskussion von Bottom-Up ESG Ansätzen, die nicht von sogenannten Parent Indices abgeleitet sind. Passive „Bottom-Up" oder PureESG Ansätze könnten auch das auf Seite 15 (multiple) Daten- bzw. Indexkostenproblem reduzieren) siehe auch http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/).

„Kölner Asset Manager stellt ersten nachhaltigen ETF-Dachfonds vor", heißt es in Fonds professionell online am ersten August. **Mein Kommentar**: Ich hätte nicht gedacht, dass es so lange dauert bis Assetmanager merken, wie attraktiv so ein Ansatz sein kann. Das ESG ETF-Portfolio von Diversifikator läuft bereits seit Ende 2015 sehr gut. Mit dem Islamic ETF Portfolio ab April 2016 und dem ESG ETF-Portfolio Trend ab Mai 2017 bietet Diversifikator inzwischen drei derartige Portfolios öffentlich an (siehe auch http://prof-soehnholz.com/regelaenderungen-fuer-2019-die-portfolios-mit-den-wohl-strengsten-esg-anforderungen/).

Und Blackrock denkt laut Benjamin Fischer über eine ESG-Variante seiner **Managed Index Portfolios** nach (siehe Ansgar Neisius in Das Investment online vom 9. August). **Mein Kommentar:** Das Nachdenken wird sicher zu positiven Ergebnissen führen. Das aktive Management der Portfolios sollte dann aber funktionieren, denn 1,13% Kosten für die Retailtranche sind nicht billig.

Interessant: Auch Indexanbieter und große Assetmanager machen Fehler. Das konnte man am 14. August bei Fondsprofessionell online unter dem Titel „Vanguard beichtet „Sünden" bei Nachhaltigkeits-ETFs" lesen.

Online-ESG

Passend dazu, aber online: „Hessischer Vermögensverwalter will zum führenden **ESG-Robo-Anbieter** werden" schreibt Maximilian Märkl in Citywire online am 29. Juli über Vividam und zitiert Frank Huttel von FiNet. **Mein Kommentar**: Je mehr nachhaltige bzw. Online-ESG Angebote, umso besser. Ob der Ansatz, nur aktive Fonds zu nutzen, ideal ist, bezweifele ich aber (siehe auch http://prof-soehnholz.com/esg-investments-warum-weder-aktive-fonds-noch-etfs-ideal-sind/). Aber das hybride Konzept „Berater + Robo-Advisor" halte ich für zukunftsträchtig (siehe http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/).

Aber auch Robo-Advisors mit Online-ESG- bzw. guten Konzepten müssen aufgeben: "Swell Investing closes its doors" schreibt Will Bronstein Ende Juli auf „Best Robo Advisors". Swell hatte auf sogenannte nachhaltige Impactangebote gesetzt. Auf seiner Impact Investing page führt Bronstein weitere US Robo-Advisors mit nachhaltigen Angeboten auf.

Normale Robo-Advisors und Modellportfolio-Tools (ohne Online-ESG)

Sehr detailliert, wie bei RIABiz üblich, schreibt Oison Breen am &. August "**Betterment** paints it black in robo retail, …". Insgesamt hat Betterment jetzt 18 Milliarden USDollar unter Verwaltung und das Endkundengesschäft ist gerade profitabel geworden. In dem Beitrag wird Lex Sokolin mit dieser interessanten Analyse zitiert: „You can no longer look at robo-advisors as an investing application. They all have to converge towards a fintech bundle of banking, investing, payments, data aggregation, and lending … ."

Moneyfarm geht (die, die Vaamo gekauft haben) seine neuen Deutschlandangebote anders an: Aktive Allianzfonds als Basis und relativ hohe Kosten. Christian Kirchner: fragt zurecht: „Ist das noch Fintech? Wie die Allianz ihren Robo-Killer bepreist" am 8. August.

Nicht ganz Robo aber fast: „**Depotbanken** …. haben sich immer mehr zum Technologiedienstleister …. entwickelt." …. „Während Finanzanlagenvermittler also früher einzelne Fonds für Kunden ausgewählt haben, gilt es heute fast immer, ein Portfolio anhand der Ziele des Anlegers zu gestalten. Mithilfe von **Modellportfolio-Tools** können Finanzanlagenvermittler ihren Kunden passende Lösungen anbieten"(Peter Nonner, Geschäftsführer der FIL Fondsbank (FFB) in „Serviceentgelte sind eine Chance für Vermittler" am 29. Juli bei Ass Compact online). Siehe auch http://prof-soehnholz.com/anlageberater-robo-advisors-oder-modellportfolios-wer-wird-gewinnen/.

Modellportfolios werden wichtiger: Sabine Groth schreibt bei Das Investment am 13. August online: „Modellportfolios für mehr ETF-Absatz". Blackrock bietet aktiv gemanagte ETF-Modellportfolios „seit fünf Jahren" an und die DWS seit Frühjahr 2016. **Mein Kommentar:** Ich denke, dass die seit Anfang 2016 angebotenen most-passive ETF-Modellportfolios von Diversifikator von solchen aktiven Angeboten nur schwer zu schlagen sind (siehe auch http://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/).

Und noch eine weitere Möglichkeit, die regelbasierten Modellportfolios von Diversifikator umzusetzen: „Augsburger Aktienbank baut Vermögensverwaltung für Drittinstitute" heisst es am 2. August im Private Banking Magazin online (siehe auch http://prof-soehnholz.com/modellportfolio-robos-sind-besser-als-normale-robo-advisors/).

Direkte Aktieninvestments werden billiger: Kostenloses Trading

„Wir wollen zukünftig kostenfreies Trading anbieten" heißt das Interview von Hansjörg Leichsenring mit Frank Niehage und Benon Janos von der FinTech Group AG/flatex am 29. Juli in „Der Bank Blog". „Wir wollen der europäische Robinhood „made in Germany" werden", sagt Frank Niehage. Zur Finanzierung könnte die FinTech Group „… Partnerschaften mit den Produktanbietern abschließen. Denkbar wären z.B. Joint Ventures, in denen Produktpartner Wertpapiere in unserem Namen emittieren und die dabei entstehenden Erträge geteilt werden". **Mein Kommentar**: Auch (nachhaltige und passive) Modellportfolios, gerne von Diversifikator, sind dafür geeignet.

Auch eine **Neo-Bank** plant kostenloses Trading: „Challenger-Bank Revolut lanciert den nächsten Gamechanger: Online Trading zum Nulltarif" schreibt Ruedi Meder am 2. August auf MoneyToday.ch.

Aber Achtung: „Diese Fallstricke müssen Sie beim Aktienhandel mit dem Handy beachten“ schreibt Katharina Schneider am 7. August im Handelblatt beim Vergleich von TradeRepublic und Revolut.

Traditionelle News statt Online-ESG

Sind deutsche **dumme Geldanleger**? “Exportweltmeister: The Low Returns on Germany’s Capital Exports” heißt das Arbeitspapier von Franziska Hünnekes, Moritz Schularicky und Christoph Trebesch vom 3. Juli. “German returns are substantially lower than those of other countries across asset classes. …. The lower returns are not explained by a different risk profile of German investments” (S. 45). Ihre Zusammenfassung: „Taken together, these facts raise substantial doubts whether German households, firms, and banks allocate their savings in a beneficial way” (Abstract).

Aber **auch Koreaner sind nicht perfekt**: Aus dem Korea Development Institute Journal of Economic Policy Nr. 41 von 2019: “Sales Compensation and Recommendations as the Fund of the Month” von Yoonhae Oh findet, dass “funds with high sales compensation levels are more likely to be recommended”.

Am 18. Juli hat die Man Group ein interessantes Arbeitspapier aktualisiert: „**Strategic Rebalancing**“ von Nicolas Granger et al. . Darin heisst es unter anderem „A mechanical rebalancing strategy, such as a monthly or quarterly reallocation towards fixed portfolio weights, is an active strategy. …. During crises …. this can lead to substantially larger drawdowns than a buy-and-hold strategy.” Das ist meines Wissens relativ unbekannt. Aber Achtung: Im Arbeitspapier als Alternativen aufgeführte Trendfolgestrategien können ziemlich Daten- und Modellsensitiv sein (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/kann-institutionelles-investment-consulting-digitalisiert-werden-beispiele/).

Nicht wissenschaftlich, aber interessant zu lesen, dass auch **Super-Anleger nicht gut prognostizieren** können: Jon Seeds „The perils (and inevitability) of forecasting“ in Abnormal Returns vom 1. August (siehe auch http://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/#).

Immobilien gelten vielfach als überbewertet. Thomas Körfgen von Savills stellt aber hohe Discounts zum Nettoinventarwert, vereinfacht dem Immobilienwert, bei börsennotierten Real Estate Investment Trust (REITs) fest, siehe „Über die Irrationalität der hohen Abschläge bei REIT-Werten“ (institutionalmoney.com am 1. August; siehe auch http://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/).

„Must win“ ESG: Research und News zu verantwortungsvollen Investments und mehr (9-2019)

„Must win“ heißt es für ESG, denn es zeigt sich immer deutlicher: Eine Vernachlässigung von ESG (Environmental, Social und Governance) Faktoren bei der Geldanlage und der

Anlageberatung wird sich rächen. Hier sind wieder über 20 interessante aktuelle Beiträge zu ESG, Robo-Advisors und traditionellen Investments.

„Must win“ ESG: Nachfrage

McKinsey nennt laut Fondsprofessionell vom 3. September in Diese fünf „grauen Schwäne“ bedrohen die Finanzbranche den Punkt „Der ESG-Druck steigt unaufhörlich“ neben einem geopolitischen Extremereignis und einem apokalyptischen Cyber-Angriff.

Der Bundesverband Alternative Investments hat seine Mitglieder auch zu ESG befragt. In der Kurzversion des BAI Alternative Investor Survey 2019 vom 2. August heißt es auf Seite 22, dass 55% der befragten Investoren noch gar keine Erfahrungen mit nachhaltigen Investments haben. Auf der nächsten Seite heißt es, dass 57% die Festlegung einer eigenen ESG Strategie und 50% Unsicherheit in Bezug auf künftige gesetzliche/regulatorische Änderungen als größte Herausforderungen ansehen. **Mein Kommentar:** Das ist besonders deshalb erschreckend, weil es sich institutionelle Anleger handelt, die oft schon seit langem illiquide und damit besonders riskante „alternative“ Investments tätigen.

Nachhaltigkeit ist für Privatanleger nebensächlich, schreibt Fonds professionell online am 14. August über eine Befragung im Auftrag des Bundesverbandes deutscher Banken. **Mein Kommentar:** Kein Wunder, wenn man Anleger befragt ob sie lieber Sicherheit, Liquidität oder Rendite als Nachhaltigkeit wollen. Beim Bundesverband direkt habe ich diese Aussage übrigens nicht so irreführend wiedergefunden. Die Zahlen selbst kann man auch so interpretieren: Nachhaltigkeit ist für Anleger fast so wichtig ist wie Rendite. Fazit: Glaube keiner Statistik, die Du nicht selbst analysiert hast.

Viel differenzierter analysiert Ann-Christine Brunen von der Uni Köln in dem Arbeitspapier „Moral Licensing and Socially Responsible Investment Decisions“ vom 20. August. Dort heißt es u.a.: “I find that conscious consumers and socially responsible investors are not the same people.” Und “less conscious consumers in my sample soothe their guilty conscience from non-sustainable fund investments with an SRI fund”. Sie betreiben also “Moral Licensing”. (S. 25).

„Must win“ ESG-Beratung

In dieser aktuellen Studie der Allianz geht es „nur“ um US Anleger und Berater. Aber diese Sätze auf Seite 7 finde ich besonders bemerkenswert: „Helping to redirect their (= “clients”) focus from just the bottom line towards a more expansive view of business success containing ESG considerations has the potential to fundamentally reshape the nature and value of financial professional advice”. **Mein Kommentar:** Ich hoffe, dass die Allianz dies Entwicklung in Deutschland schnell und aktiv vorantreibt.

Eine aktuelle Studie von Vontobel Asset Management ergibt u.a., dass nur knapp 20% der Anleger von nachhaltigen Anlagemöglichkeiten erfahren. 43% würden eher einen Berater wählen, der in der Lage ist, ihre Nachhaltigkeitsziele zu unterstützen (s. „Umfrage zeigt, was Sparer vom nachhaltigen Anlegen abhält“, Fondsprofessionell online vom 2. September).

Rechtsanwalt Sebastian Wintzer von der Kanzlei Waigel sagt am 4. September in einem Interview mit Patrick Peters von Capinside zu erwarteten Regulierungsfolgen: „Wenn ein

Anleger nachhaltig investieren möchte, muss der Berater ihm dann auch ein nachhaltiges Produkt anbieten. Jede andere Empfehlung würde gegen das Gebot verstoßen, dass die Berater ihren Kunden ausschließlich für sie geeignete Produkte empfehlen müssen. Falls gegen diese Pflichten verstoßen wird, greifen die üblichen aufsichtsrechtlichen Sanktionen in Form von Bußgeldern. Zivilrechtlich kann eine Schadensersatzpflicht wegen fehlerhafter Beratung gegenüber den Kunden drohen."

„Must win" ESG-Investments

„How asset managers can seize the lead in sustainable investing", versucht die Boston Consulting Group im Juli zu zeigen. Ich habe in dem Bericht wenig Überraschendes gefunden. Allerdings hält auch BCG Sustainable Investing inzwischen für sehr wichtig ("must win opportunity for both established and specialist sustainable investing players", S. 5).

Guido Giese et al. von MSCI haben am 27. Juli „Consistent ESG Integration through ESG Benchmarks" in der Herbstausgabe des Journal of Indexinvesting veröffentlicht. In dem Beitrag findet man viele interessante Details zu dem ESG Universal und dem ESG Leaders Index im Vergleich. **Mein Kommentar:** Was leider fehlt ist der noch strengere SRI Index (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/). Noch besser wäre ein Vergleich mit einem von einer traditionellen Benchmark unabhängigen Bottom-Up oder PureESG Ansatz gewesen.

Das CFA Institute und Principles for Responsible Investments haben schon im März den folgenden Report veröffentlicht: ESG Integration in Europe, the Middle East, and Africa: Markets, Practices, and data. Interessant sind vor allem das umfassende Analyse-raster (S. 18) und die Reports über Deutschland und die Schweiz. Die umfangreiche Befragung ergab unter anderem: "Many workshop participants were concerned that ESG mutual funds and ETFs offered to investors may be driven by marketing decisions and may not be true ESG investment products." (S. 2).

Ich bin kein großer Fan von indexgebundenen Lebensversicherungen, weil diese typischerweise hohe Absicherungs- bzw. Opportunitätskosten haben. Aber zumindest gibt es jetzt eine ESG-Variante (siehe Fonds Professionell online vom 15. August in Bezug auf ein Angebot der Stuttgarter Lebensversicherung).

„Must win" Klimaorientierung

Driving finance today for the climate resilient society of tomorrow heißt ein detaillierter Report der Global Commission on Adaptation und der UNEP Finance Initiative von Alan Miller et al. vom Juli 2019. In der Zusammenfassung auf Seite 8 steht: „Addressing the adaption needs that result from this warming and aligining those with the 2015 Paris Agreement is perhaps the biggest investment opportunity of this generation." Weiter heißt es dort: Efforts today fail to reflect the urgency" und "further delay presents enormous, potentially catastrophic risk for the financial system". Dabei wird auch auf einen oft vernachlässigten möglichen Effekt eingegangen, nämlich einen potentiellen Kapitalabzug von den „poorest and most vulnerable communities and countries". Der Report erwähnt spezifisch neben Green Bonds auch auf CAT Bonds etc. (S. 43). Hilfreich ist auch der Annex 1 auf Seite 63 mit einem Überblick über wichtige Klimarisiko „Disclosure Frameworks". Der Report

geht auch auf die wichtige Rolle von Multinationalen Entwicklungsbanken ein. **Mein Kommentar**: Gut, dass Anleihen dieser Banken beim ESG ETF-Portfolio von Diversifikator und dem geplanten Impact+ESG Fonds der von der Heydt Bank als nachhaltiger Staatsanleihe-Ersatz dienen (siehe http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

„Klimarisiken im Portfolio: Wie man die größten Treibhausgasemittenten identifiziert“ heißt ein guter Beitrag von Viola Lutz von ISS ESG im Private Banking Magazin online am 9. August.

Es gibt noch viel zu tun: “Almost all sectors of the economy face major disruption from climate transition and climate impacts over the coming years. Yet, a majority of companies in key economies are still not engaging seriously with these risks, or positioning themselves to take advantage of potential opportunities. With investors paying increasing attention, this is likely to affect their valuation even before the impacts are fully realized.” (Ernst & Young “How are your climate change disclosures revealing the true risks and opportunities of your business? Global Climate Risk Disclosure Barometer 2018, S. 7). **Mein Kommentar**: Unternehmen können viel tun, siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/csr-und-esg-verantwortungsvolle-geldanlageangebote-fuer-mitarbeiter-und-kunden/.

Das gilt auch für “unsere” Branche: “Asset owners and managers scored the lowest on quality for climate change risk disclosures across all sectors assessed.” Und “The poor scores for both the coverage and quality for asset owners and managers is surprising, as the sector typically advocates for broader and more consistent disclosures” (E&Y 2018, S. 17). **Mein Kommentar:** Ich bin nicht überrascht, siehe http://prof-soehnholz.com/haben-fondsanbieter-angst-vor-reportingtransparenz/.

Passend dazu: Das Green and Sustainable Finance Cluster Germany hat am 20. August die “Anwenderguidance zu den TCDF Empfehlungen” speziell für deutsche Finanzinstitute herausgegeben (TCDF: Task Force on Climate- related Financial Disclosures”.

Und es geht weiter: Der Datenanbieter Refinitiv hat gerade „A deep dive into environmental metrics“ veröffentlicht, der nicht nur auf Klima- sondern auch auf Wasser- und Receyclingkennzahlen eingeht.

Interessant in diesem Zusammenhang ist auch die „emittentenrisikofreie“ White Label Green-Bond Emissionsplattform der von der Heydt Bank, die am 22. August in einem Blogbeitrag von Sebastian Liebscher kurz beschrieben wird.

Robo-Advisors und mehr: Auch „Must win“?

Robo-Advisor: Das neueste Opfer der Hochpreisinsel Schweiz heißt es am 19. August in finews.ch unter Verweis auf eine Asset Management Studie, des Instituts für Finanzdienstleistungen der Hochschule Luzern und der Asset Management Plattform Schweiz. Die Verfasser liefern auch einen Vorschlag: „Partnerschaften mit etablierten Vermögensverwaltern könnten es Robo-Advisor ermöglichen, Größenvorteile und Markenbekanntheit zu entwickeln. Gleichzeitig würden die Vermögensverwalter selbst Zugang zu neuen Technologien erhalten und ihre Vertriebskanäle erweitern.“ **Mein**

Kommentar: Wenig überraschend. Das gilt auch für die USA und Deutschland und andere Länder, siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/robo-boom-statt-robo-sterben/.

Automatisierte Geldanlage breitet sich in Deutschland nur wenig aus heisst es in der Börsenzeitung am 2. September. Matthias Hübner von Oliver Wyman sagt dazu: „Die Banken vermarkten ihre Lösungen nur verhalten. Sie fürchten eine Kannibalisierung eigener Fonds". **Mein Vorschlag:** http://prof-soehnholz.com/statt-kannibalisierung-esg-robo-oder-alternatives-robo/.

Oliver Lepold schreibt am 21. August in „Das Investment online": „Trends im Robo-Advisory: Wohin marschieren die Mensch-Maschinen der Vermögensverwaltung?"u.a. über eine Studie von Fondsconsult. Auch ESG wird erwähnt: Demnach finden Anleger ethische Produkte bzw. Investments nicht so wichtig. Thomas Moosbrucker von Deloitte sieht das aber offenbar anders.

Sieben Erfolgsfaktoren für Robo-Advice führt Hansjörg Leichsenring am 20. August in seinem Bankblog auf. In der interessanten Infografik von Fincite wird auch nach besonderen, z.B. nachhaltigen Angeboten von Robo-Advisors gefragt. **Mein Kommentar:** Auch ich bin der Ansicht, dass man nur mit einfachen ETF-Portfolios kaum Erfolgschancen haben wird. ESG (ETF-)Angebote von Robo-Advisors sind dagegen schon etwas Besonderes, siehe http://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/.

Ich bin noch nicht von der Praxistauglichkeit von (umweltverträglichen) Blockchainanwendungen überzeugt. Diesen Beitrag von Iias Louis Hatzis vom 2. September auf Daily Fintech fand ich aber sehr interessant: „Humans have harmed Earth. Can Blockchain can save it?.

Traditionelle Investments: Auch dafür gilt „Must win"

Das Thema Ungleichheit wird mit zurückgehendem Wachstum wieder stärker diskutiert. Hier sind ein paar Fakten von McKinsey zu dem Thema: Inequality – A persistent challenge and its implications, Juni 2019. Interessant: „In advanced economies, economic outcomes are becoming more unequal" heißt es dort unter anderem (S. 4).

„Die meisten Faktorstrategien können etwas" schreibt Iris Bülow in Das Investment online am 20. August über eine Studie von HQ Trust. Ergebnis: „Zehn von zwölf können den Index übertrumpfen". **Mein Kommentar:** Nicht überzeugend. Wenn das mit so einfachen Strategien möglich ist, warum schaffen das dann so wenige aktive Fonds?

„Not My Guru" schreibt William Ehart am 27. August über die aus seiner Sicht bescheidenen Renditen und Risiken der Privatanleger-Investmentstrategie von David Swensen, dem berühmten Chief Investment Officer der Universität Yale. In dem Beitrag wird für die genutzten Zahlen auch auf meine Lieblings-Seite Portfolio Visualizer verwiesen („two variations are preset as "Lazy Portfolios" in the "backtest portfolio" function"). **Mein Kommentar:** Die Swensen-Strategie ist „aktiver" als meine Weltmarktportfoliostrategie, weil manche Anlagesegmente wie Unternehmensanleihen bewusst vermieden werden. Aber auch die von Ehart genutzte Benchmark ist „aktiv", denn er nutzt keine Staatsanleihen und keine REITS (Immobilienaktien), dafür aber einen überproportionalen US Aktienanteil im Vergleich zur aggregierten Anlage aller Kapitalmarktteilnehmer. Ein fragwürdiger Vergleich.

Passend dazu: Ein interessanter Beitrag ist How (not) to backtest von Paul Skiba von Porsche vom ersten August. Dieser Absatz gefällt mir besonders gut: “What do you do when your out of sample performance is significantly worse than in sample? You throw the model away and start from scratch. Go and review every step and every economic assumption you made on the way to your model setup and please don’t just change some settings of your signal filter or weight constraints.” **Mein Kommentar**: Ich habe alle Rückrechnungen von Diversifikator dokumentiert und ich bleibe bei meinem „optimierungsfreien Ansatz“.

Für die, die gerne rechnen: In „Want to test your managers’ mettle” schreibt Jeffrey Ptak von Morningstar am 20. August: „For our fund to generate a 0.20 information ratio with 7% tracking error, it will have to produce 1.40% of annual excess returns after fees. If this fund levies 75 basis points in annual expenses, that means the fund is going to have to top its benchmark by around 2.15% per year.” Das schafft kaum ein Fonds dauerhaft.

„Must win“ mit Immobilien

Jean-Christophe Delfim und Martin Hoesli vom Swiss Finance Institute haben am 13. Juni “Real Estate Performance, the Macroeconomy and Leverage” publiziert. Neben erwarteten Erkenntnissen ist aus meiner Sicht besonders interessant: “Once desmoothed, we conclude that open-end core funds are as risky as direct investments, while closed-end value-added and opportunistic funds are even more risky than REITs.” (S. 31). REITs (Real Estate Investment Trusts) haben in der analysierten Periode von 1986-2017 die höchsten Renditen erreicht (S. 45), obwohl sie liquider als riskante geschlossene Fonds sind, aber sie hatten auch als einzige eine erhebliche Aktienmarktabhängigkeit (S. 32). **Mein Kommentar**: Martin Hoesli hat schon vor einigen Jahren eine interessante Publikation zu dem Thema herausgebracht, s.a. http://prof-soehnholz.com/immobilienaktien-reits-diversifikation-anlageklasse/.

ESG Ratings, Direct Indexing etc.: Research und News (9-2019)

Dieser Beitrag zu ESG Ratings erscheint nur gut eine Woche nach dem letzten Researchüberblick. Ursprünglich wollte ich solche Übersichten nur einmal im Monat veröffentlichen, aber dafür lese ich zu viel oder es wird gerade besonders viel publiziert (Hype?).

Mehr als ESG Ratings: Befragungen und Meinungen

In „Amazonig is the future of European financial services” von PWC und Luxembourgforfinance heißt es auf Seite 7 des über 50seitigen Berichtes vom September 2019: “The future of the European financial services industry will be driven by three trends, namely amazonization, sustainable finance and multipolarisation”.

„Nachhaltige Geldanlagen 2019“ ist der Titel einer gemeinsamen Studie von Cofinpro und VÖB-Service vom 11. September 2019, die z.B. auch auf einzelne „Siegel“ eingeht. In der Zusammenfassung auf Seite 36 heißt es: „Banken tragen eine besondere Verantwortung“. In der Pressemitteilung dazu steht: „87 Prozent der befragten Banken und Finanzdienstleister

davon überzeugt, dass nachhaltige Geldanlagen an Bedeutung gewinnen werden. Die Branche …. erwartet in der Mehrheit keine Rendite-Einbußen.“

NN Investment Partners hat am 12. September die Ergebnisse einer Befragung von 290 professionellen Investoren aus Europa veröffentlicht („Investorenumfrage: Bandbreite nachhaltiger Anlagemöglichkeiten muss größer werden“). Dort steht: „Fast jeder zweite professionelle Investor (46 %) meint, das Spektrum an Anlagemöglichkeiten reiche noch nicht aus, um nachhaltige Investments zu einem massentauglichen Angebot zu machen. Ähnlich viele Umfrageteilnehmer (44%) sind zudem der Ansicht, es fehle an Research und Informationen über verantwortungsbewusste Anlagen, die ihnen bei ihrer Entscheidungsfindung helfen.“ **Mein Kommentar:** Verantwortungsvolle Online-Angebote können helfen, siehe http://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/.

ESG Ratings: Datenprobleme erschweren die Umsetzung

Im IPE Magazin vom September 2019 schreibt Professor Andreas Hoepner: “Viewpoints: Investment as the saviour”. Dort heisst es unter anderem unter Verweis auf https://climatedisclosure100.info/: “Academics estimate that only 21 firms worldwide report their complete scope-one GHG emissions, while thousands of firms underreport or avoid reporting altogether”.

“Four Things No One Will Tell You About ESG Data” von Sakis Kotsantonis und dem bekannten Harvard-Professor George Serafeim vom 16. Juli 2019 ist sehr interessant, z.B. auf Seite 4 die „more than 20 different ways that companies report their Employee Health and Safety data”.

ESG Ratings: Alle anders?

“Why is Corporate Virtue in The Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings” nennen Dane Christensen, George Serafeim und Anywhere Sikochi ihr Arbeitspapier vom April. In der Zusammenfassung steht: “There is substantial disagreement across rating agencies regarding what rating to give to individual firms”. Aus meiner Sicht unerwartet: “Greater ESG disclosure leads to greater ESG disagreement across rating agencies” und “rating disagreement is greater when firms have high or low average ESG ratings”.

Dazu passt auch der Report von Rakhi Kumar und Ali Weiner von State Street vom März 2019: „The ESG data challenge“, die relativ geringe Korrelationen aggregierter ESG Ratings bekannter Anbieter finden.

“Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings” heisst ein Arbeitspapier von Florian Berg, Julian Koelbel und Roberto Rigobon von der Universität Zürich und MIT vom 15. August. Erschreckend ist: Selbst einfach zu analysierende Tatbestände wie UN Global Compact Mitgliedschaft oder die Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat werden unterschiedlich beurteilt (S. 19). Allerdings sind Ratingkategorien wie „Umwelt“ (s. S. 18) durchaus hoch miteinander korreliert. **Mein Kommentar**: Auch das spricht gegen aggregierte Ratings für unabhängige Mindestratingscores für die Segmente Umwelt, Soziales und Unternehmensführung. Und: Es gibt viele Vorteile von ESG Ratings, siehe http://prof-soehnholz.com/esg-ratings-kritik-an-flossbach-kritik/.

Aber die Performance ist gut: Morningstar hat im August den „European Sustainable Funds Landscape“ veröffentlicht.Auf Seite 20 heißt es in Bezug auf Fondsrenditen in Relation zu ihren traditionellen Peergroups: „For the trailing five years, the returns of 59.4% of sustainable funds landed in their category’s top half.” In der zugehörigen Tabelle wird deutlich, dass das nicht nur für Aktienfonds, sondern auch für Anleihe- und Mischfonds gilt.

ESG Ratings sind nicht alles: Taxonomie und Regulierung

In institutional money wurde am 3. September die Kommission vorgestellt, der ich auch angehöre: „DVFA Kommission Sustainable Investing ist Denkfabrik, Diskussionsforum. „… Die Kommission will verantwortungsvolles Investieren in Deutschland voranbringen“, sagt (Dr. Hendrik) Pontzen“, der Leiter der Kommission. In dem Bericht werden auch einige Ergebnisse einer DVFA Befragung veröffentlicht, u.a. diese Einschätzung: „So sind sich beispielsweise 59,6 Prozent der Befragten einig, dass viele Akteure in der Finanzindustrie (u.a. Analysten, Fondmanager, Risikomanager) nicht über das nötige Wissen und die Erfahrung bezüglich Nachhaltigkeitskriterien verfügen.“

Am 9. September hat die Kommission eine folgende zum Taxonomy-Report der Europäischen Union veröffentlicht (s. hier). **Mein eigener Kommentar** dazu: http://prof-soehnholz.com/nachhaltigkeitstaxonomie-der-eu-positive-aspekte-aber-insgesamt-enttaeuschend/.

Sara Bernow et al. von McKinsey haben im April eine gute Zusammenfassung veröffentlicht: „A short glossary of sustainability reporting terms“.

ESG Ratings sind nicht alles: Richtiges tun, nicht nur Papier produzieren

In “Fossil fuel subsidies in draft EU National Energy and Climate Plans” von Laurie van der Burg (Friends of the Earth Netherlands), Markus Trilling (Climate Action Network Europe) and Ipek Gençsü (Overseas Development Institute) vom 9. September steht in der Zusammenfassung: “European Union (EU) Member States are required to report on their fossil fuel subsidies and their plans to phase them out as part of their National Energy and Climate Plans (NECPs). Our analysis shows that none of the draft NECPs submitted provides a comprehensive overview of the country’s fossil fuel subsidies nor a comprehensive plan to phase them out.” Und Deutschland wird kritisiert, weil sogar neue Subventionen diskutiert werden. „Despite numerous international commitments to end them, and some limited progress on reform, all EU governments continue to provide high levels of subsidies to fossil fuels.”

Für Alles-Leser: Adapt now: A Global Call for Leadership on Climate Resilience” heisst ein 90seitiger Bericht der Global Commission on Adaptation und dem World Resources Institute vom September. Die Zusammenfassung: “This report focuses on making the case for climate adaptation, providing specific insights and recommendations in key sectors: food security, the natural environment, water, cities and urban areas, infrastructure, disaster risk management, and finance. It is designed to inspire action among decision-makers, including heads of state and government officials, mayors, business executives, investors, and community leaders.”

Auch für Alles-Leser: Eine "Independent Group of Scientists appointed by the Secretary-General" hat am 11. September den 250seitigen Global Sustainable Development Report 2019: The Future is Now – Science for Achieving Sustainable Development veröffentlicht. Darin wird auch auf die Rolle von "Economy and Finance" eingegangen. **Meine Meinung:** Es sollte lieber mehr gehandelt, z.B. in Bezug auf Subventionsabbau, und weniger geplant bzw. beschrieben werden.

Soziales ist auch sehr wichtig: „Entwicklung der Altersarmut bis 2036" heisst eine neue Simulationsstudie der Bertelsmann-Stiftung. In der Zusammenfassung steht, „dass das Armutsrisiko über die Zeit ansteigt" (S. 7). Und auf Seite 8 heisst es: „Über den gesamten Zeitraum ist das Risiko besonders hoch für Personen mit geringer Bildung, alleinstehende Frauen und Personen, die von Langzeitarbeitslosigkeit betroffen waren oder die einen Migrationshintergrund haben. …. Für Haushalte in Ostdeutschland steigt das Armutsrisiko stark an." **Mein Kommentar:** Trotzdem habe ich bisher für mein Sozialprojekt (s. www.wohnteilen.de) noch keine Kooperationspartner gefunden. Aber ich gebe nicht auf.

News zu traditionellen Investments

Heinz-Roger Dohms veröffentlich am 12. September in seinem exzellenten Blog www.finanz-szene.de den Beitrag „Wir lösen das 284-Mrd.-€-Rätsel der deutschen Sparkassen". Von den 284 Milliarden sind ca. 200 Milliarden in „Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere" angelegt, etwa 14 Milliarden sind in Immobilien und nur ca. 9 Milliarden in Aktien. Über die „fehlenden" etwa 60 Milliarden wird nichts geschrieben. Transparenz geht anders, liebe öffentlich-rechtlichen Sparkassen.

„The Volatility Effect Revisited" heisst ein gutes Arbeitspapier von David Blitz, Pim van Vliet und Guido Balthussen von Robeco vom 26. August zu einer der wenigen „Anomalien", die nicht verschwunden sind (so wie Value ….), und die eine Grundannahme der klassischen Geldanlage in Frage stellen: Volatilität ist kein gutes Risikomaß, siehe auch hier http://prof-soehnholz.com/schwankungen-sind-tolerierbar-intransparenz-nicht/.

News zu alternativen Investments

„Offene Immobilienfonds glänzen mit steigenden Erträgen" heißt es bei Fondsprofessionell online am 13. September in Bezug auf eine Analyse von Scope. **Mein Kommentar:** Die Renditen um die 4% sind ja nicht schlecht. Ein Vergleich mit Immobilienaktieninvestments hätte aber gezeigt, dass „gut" auch „relativ schlecht" sein kann. So hat mein globales Immobilienaktien ESG Portfolio in 2019 bis zum 13.9. +29,5% an Wert zugelegt (s. www.diversifikator.com).

Dagegen kann Crowdinvesting in Immobilien keine Wunder vollbringen. „Die verdeckte Erlös-Maschine des Wunder-Fintechs Exporo" von 12. September macht Christian Kirchner auf www.finanz-szene.de transparent, wie gut Anbieter verdienen können bzw. wie teuer solche Investments für Anleger sein können.

Wealthtech, Robo-Advice und Direct Indexing News

Orcun Kaya von Deutsche Bank Research veröffentlicht am 30. August einen Bericht unter dem Titel „Wer geht noch in die Bankfiliale?" Interessant: Filialen sind für vermögende

Anleger besonders wichtig. Fazit: „Die Zukunft der Filialen wird wahrscheinlich in hybriden Lösungen liegen, bei denen Bankmitarbeiter und Technologie in einem gemeinsamen Portal (Hub-and-Spoke) zusammengeführt werden“ (siehe auch http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/).

Auch ETF-Profis nehmen mein Lieblingsthema Direct Indexing inzwischen sehr ernst: „Beyond ETFs: Direct Indexing“ schreibt Dave Nadig am 3. September auf seiner Seite www.etf.com. Zusammenfassend steht dort: „I think it’s the best development for the advisory market since the invention of the ETF. …. This fundamentally enhances the client conversation through customization” (siehe auch http://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/).

“The Advisor’s Case for Smart Beta Direct Indexing” von John West und Amie Ko von Research Affiliates vom September 2019 geht ebenfalls auf Direct Indexing ein. Von Smart Beta halte ich aber nichts, auch wenn mir die Webseite www.smartbeta.de gehört (günstig zu verkaufen; Kritik siehe auch http://prof-soehnholz.com/faktorinvestments-alles-andere-als-passiv/).

Zu “schlechter” Letzt: Erik Sherman hat am 29. August diesen interessanten kritischen Artikel veröffentlicht: „Fintech ‚doing good‘ can turn into something bad for poor people.“

Must-have ESG: Neues zu schlechten Agrarsubventionen und Erdgas, guten Robo-Advisors und Direct Indexing (10-2019)

In „Must-have ESG“ habe ich etwa dreissig News und Forschungsberichte der letzten zwei Wochen aufgeführt und teilweise auch kommentiert. Schwerpunkt sind wie immer Environmental, Social und Governance (ESG) Geldanlagen und Robo-Advice. Besonders erstaunt hat mich der Effekt von Agrarsubventionen, die Kritik an Erdgas, die Taxonomie-Verzögerung, das Engagement-Verhalten großer Asset Manager aber auch wie stark die Kosten für die Geldanlage in den USA sinken und dass Direct Indexing dort schnell an Fahrt aufnimmt.

Falsche Agrarsubventionen und große Investmentopportunität: Must-have ESG?

“Growing Better: Ten Critical Transitions to Transform Food and Land Use” heißt der detaillierte Bericht der Food and Land Use Coalition vom September 2019. Dort steht u.a.: “However, put in context, the additional investment needed to deliver the Better Futures scenario is only a fraction of what is currently invested in the global food and land use system. It also amounts to less than six percent of the $6 trillion annual SDG funding requirement, yet it could deliver almost half of the required carbon savings alongside huge benefits for biodiversity, human health, livelihoods and inclusion. The economic gains from this investment are estimated at $5.7 trillion by 2030, delivering a return to society of more than 15:1” (S. 192). Und: “a majority of market support mechanisms, such as agricultural subsidies, fail to incentivise sustainable farming practices that contribute to positive outcomes for the environment, public health and inclusion” (S. 51).

Eine gute Zusammenfassung dieses und vergleichbarer Reports mit dem Titel „$1m a minute: the farming subsidies destroying the world“ hat der Guardian am 16. September veröffentlicht. Dort heißt es “Just 1% of the $700bn (£560bn) a year given to farmers is used to benefit the environment, the analysis found. Much of the total instead promotes high-emission cattle production, forest destruction and pollution from the overuse of fertiliser. The security of humanity is at risk without reform to these subsidies, a big reduction in meat eating in rich nations and other damaging uses of land, the report says. But redirecting the subsidies to storing carbon in soil, producing healthier food, cutting waste and growing trees is a huge opportunity, it says. The report rejects the idea that subsidies are needed to supply cheap food. It found that the cost of the damage currently caused by agriculture is greater than the value of the food produced. New assessments in the report found producing healthy, sustainable food would actually cut food prices, as the condition of the land improves.”

Falscher Erdgas-Fokus? Must-have ESG?

Am 24. Juni 2019 heißt es: Volkswagen Konzern und Industriepartner der Energiewirtschaft bauen CNG-Mobilität weiter aus. Wenn das folgende Research stimmt (ich habe jedenfalls keine Fehler gefunden), ist diese Erdgasstrategie problematisch, denn dort heißt es: „Betrachtet man jedoch neben den Kohlendioxidemissionen auch die Methanemissionen, so zeigt sich, dass eine auf Erdgas basierende Klimaschutzstrategie das genaue Gegenteil bewirkt. Einsparungen von Kohlendioxid bei der Verbrennung vor Ort werden nur durch deutliche Erhöhungen der Methanemissionen in der Gesamtkette erkauft. Insgesamt erhöht die Umstellung von Kohle und Erdöl auf Erdgas in Kraftwerken und Heizungen sogar den Treibhauseffekt des Energieverbrauchs um rund 40%.“ Das schreiben Thure Traber und Hans-Josef Fell in „Erdgas leistet keinen Klimabeitrag“ vom September 2019 von der Energy Watch Group in ihrer Zusammenfassung. **Mein Kommentar:** Man sollte auch bei der Geldanlage nicht nur auf CO2 fokussieren.

Must-have ESG: Steigende Nachfrage

Die Boston Consulting Group hat im September “Global Asset Management 2019: Will These ’20s Roar? veröffentlicht. Es ist keine Überraschung, dass es auf Seite 10 heißt: „Sustainable investing is becoming a must-have for asset management firms”.

Sara Ferrari, die Leiterin der Global Family Office Group der UBS, sagt: „In den vergangenen 12 Monaten konnten wir beobachten, dass sich Family Offices viel stärker in die Diskussionen über Nachhaltigkeit und Impact Investments eingebracht haben. Dies wird nicht mehr als Nebenprojekt oder Beschäftigung der nächsten Generation (NextGen) angesehen, sondern als eine Priorität für die ganze Familie (aus Private Banking Magazin online UBS Global Family Office Report 2019: Family Offices stellen sich auf Turbulenzen ein, vom 30. September). Konkreter: „Jedes dritte Family Office investiert bereits in nachhaltige Anlagen. 19 Prozent des durchschnittlichen Family Office Portfolios sind inzwischen auf Nachhaltigkeit ausgerichtet. Diese Zahl soll innerhalb der nächsten fünf Jahre auf 32 Prozent steigen, was nicht verwunderlich ist, da 85 Prozent aller nachhaltigen Anlagen die Erwartungen erfüllt oder übertroffen haben.“

“Responsible investment could unlock £1bn annual pensions boost” schreibt Ridhima Sharma von InvestmentEurope am 18. September über eine Studie von Franklin Templeton. Fast die

Hälfte der befragten Briten würde beim Angebot verantwortungsvoller Investments mehr in die Altersvorsorge investieren.

Must-have ESG: Gute Performance bei relativ geringen Risiken

Matthew Heimer hat am 25. September "Why A Data Revolution Is Giving Socially Responsible Investors an Edge" über neues Research der Bank of America Merrill Lynch in "Fortune" veröffentlicht. Dort heißt es u.a. "The report … concludes that a strategy of buying stocks that ranked well on various ESG metrics would have beaten the broader market by up to 3 percentage points a year over the past five years." Interessant ist auch, dass "intangible assets now account for 68% of the book value of the S&P 500, up from around 35% in 1999. That means that the reputational damage from a governance scandal or an environmental catastrophe is more likely to do long-lasting damage to a company's market value".

ESG investing: Can you have your cake and eat it, too? fragen Gautam Dhingra und Christopher Olson vom CFA Institute am 3. September. Auf Basis von ESG Ratings von Refinitiv wird festgestellt: „We found that the High ESG Portfolio outperformed the Low ESG Portfolio by 16 basis points (bps) per year" trotz erheblicher geringerer Volatilität. "The High ESG Portfolio adds value more often during stock market declines."

Auch Morgan Stanley findet vergleichbare Performance bei sogar geringeren Risiken für nachhaltige im Vergleich zu traditionellen Fonds: „Sustainable funds demonstrated a 20% smaller downside deviation consistently over time. In 14 of the past 15 calendar years, sustainable funds had significantly lower downside deviation than traditional funds." (John Hale von Morningstar am 19. September in: 3 Myths About Sustainable Funds.

Must-have ESG: Regulierungsdefizit?

Die Konsultationsfassung des Merkblattes zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 20. September bringt m.E. nichts neues (eine ähnliche Einschätzung hat Ralf Breuer, s. https://investabel.wordpress.com/2019/10/01/nachhaltigere-finanzwirtschaft-nummer-neunundsiebzig/). Interessant fand ich aber die geringe Bedeutung, die Voting/Engagement beigemessen wird (Punkt 6.2.6. auf Seite 23; siehe auch http://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/).

Über Investabel bin ich auch auf die folgende Pressemitteilung vom 25. September aufmerksam geworden: Sustainable finance: „Council agrees position on a unified EU classification system". "According to the Council position, the taxonomy should be established by the end of 2021, in order to ensure its full application by end of 2022". **Mein Kommentar:** Das ist viel zu spät, denn "wir warten noch auf die EU Taxonomie" ist meiner Wahrnehmung nach aktuell die beliebteste Ausrede von vielen Anbietern und Großanlegern, um nichts zu tun.

Must-have ESG: Verbesserungsfähiges Reporting, Voting und Engagement

Der Council of Institutional Investors Research and Education Fund bzw. Rhonda Brauer und Glenn Davis haben im September "Sustainability reporting frameworks: A guide for CIOs"

veröffentlicht. Auf Seite 30/31 gibt es einen guten Vergleich der Reportingansätze von Carbon Disclosure Project, Global Reporting Initiative, Sustainability Accounting Standards Board und der Task Force on Climate-related Financial Disclosures.

Edward Helmore schreint im Guardian am 17. September: "Wall Street investment giants voting against key climate resolutions". Unter Berufung auf einen US Report heißt es: "BlackRock Inc, the world's largest asset manager with more than $6tn under management, and Vanguard, with assets of $5.2tn, have voted overwhelmingly against the key climate resolutions at energy companies …..Had BlackRock and Vanguard not torpedoed these investor efforts, at least 16 climate critical shareholder resolutions at S&P 500 companies would have received majority support in 2019, representing a significant corporate shift on climate".

Dabei können gerade die großen Indexanbieter sehr viel Positives bewirken, schreibt Alexander Platt in seinem Arbeitspapier Index Fund Enforcement vom ersten August.

Hoffnung für Robo Advisors: Must-have ESG?

„Glarner Kantonalbank: Das sind die Lehren aus der Robo-Pleite!" heißt es in finews.ch am 27. September. In dem Beitrag werden neben den Gründen für das Scheitern von Standard-Robo Advisors aber auch Vorteile von Hybrid- und Altersvorsorge-Robos angesprochen (siehe dazu auch http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/ und http://prof-soehnholz.com/robo-advisor-unterstuetzung-fuer-die-bav/).

Marc Forster beschreibt im Cash Newsletter am 25. September in Bezug auf den Schweizer Markt: „Warum es bei Robo Advisor zur Marktkonsolidierung kommt".

"Robo-Advisors 2019 – Still waiting for the revolution" schreibt Theresa Carey am 24. September auf Investopedia. Ihr Ausblick für Robo-Advisors ist trotzdem relativ positiv.

Wie man Robos anders attraktiv machen kann, erklärt Arne Bippes in „Mit intelligenten Botschaften gewinnen Robos Kunden" am 26. September in Springer Professional online. **Mein Kommentar:** Aber auch intelligentes Pricing ist wichtig. Zwar versuchen einige Robos mit nachhaltigen Angeboten zu punkten, aber die sind oft zu teuer oder nicht „verantwortungsvoll" genug (siehe http://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/).

Interessant finde ich auch die Kooperation des Datenanbieters Refinitiv mit dem Robo-Advisor SigFig in Konkurrenz zu anderen B2B Robo-Anbietern (auf Finextra.com vom 2. Oktober).

Es geht auch ohne Robo: Handelskosten sinken – zumindest in den USA – stark

"Will Vanguard's new robo squeeze out smaller players?" fragt Sean Alloca von Financial Planning am 19. September. Darin heißt es u.a. über Vanguard Personal Advisors, die Robo- und persönliche Beratung kombinieren: "a hybrid platform that quickly surged to over $100 billion in assets". In dem Beitrag steht auch „Nearly 60% of Americans expect to use a robo advisor by 2025, according to Charles Schwab research. Forty-five percent of Americans

think robo advisors will have the greatest impact on financial services — more than other forms of technology including cryptocurrency, blockchain and artificial intelligence". Siehe dazu auch "Vanguard pilots digital-only financial planning and advice product" vom 18. September von Ryan Neal in InvestmentNews. **Mein Kommentar:** Aufgrund der hohen Vertriebskraft und der niedrigen All-In Gebühren von 0,2% pro Jahr inklusive Finanzplanung erwarte nicht nur ich, dass dieser Robo Advisor sehr erfolgreich sein wird.

Und auch andere Kosten sinken, vielleicht als Reaktion auf Vanguard, Robinhood und andere (s.a. hier): „Schwab cuts online brokerage fees to zero" schreibt Jeff Benjamin am 1. Oktober in InvestmentNews. Kurz danach zieht mit TD Ameritrade ein weiterer sehr großer traditioneller Anbieter nach (s. hier).

Direct Indexing wird (in den USA) ausgebaut

Wenn die Handelskosten sinken, wird Direct Indexing (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/) attraktiver. In den USA werden jetzt auch große Anbieter aktiv:

"Orion adds direct indexing capabilities to its Eclipse platform", schreibt Ryan Neal am 10. September auf InvestmentNews online. "Digital tools …. are automating the process and making direct indexing accessible to advisers who serve smaller accounts." …. „Last year, Principal Financial Group acquired RobustWealth, a for-advisers robo that provides direct indexing capabilities. In July, Fidelity Investments and Dynasty Financial Partners backed a digital asset manager that allows advisers to build custom ESG model portfolios with direct indexing.

Zu den Plänen von Fidelity heisst es "The Boston giant's deal with NYC-based Ethic will encourage RIAs to replace ETFs and mutual funds with direct indexing that weeds out holdings out of step with firm and client values" in "Fidelity Investments inks deal with $180-million startup RIA (that it partly owns) to convert RIA clients into agents of ethics" (am 25. September von Brooke Southall in RIAbiz).

Interessante News und Research zu traditionellen Anlagen

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen hat Ende September „Geldanlage – Das kleine ABC in leichter Sprache" (zu leichter Sprache?) und „Grundregeln der Geldanlage" herausgebracht. **Mein Kommentar**: Gut gedacht aber schade, dass weder Honorarberatung noch „Online" oder „Robo" noch verantwortungsvolle Geldanlage in den Dokumenten vorkommt. So kann nicht sichergestellt werden, dass Anlegern die besten/günstigsten Produkte angeboten werden.

Am 25. September bringt Christian Kirchner in Finanz-Szene einen kritischen Beitrag zu Mischfonds: „Wie Deutschlands Banken in die Mischfonds-Falle tappten". Dort heißt es in Bezug auf vergangene Vertriebserfolge: „Was sie besonders attraktiv macht: Es sind die margenstärksten Publikumsfonds." Und weiter: „Also wandert die Vergütung von Beratung und Vertrieb in die Gebühren. Genau diese hohen Gebühren machen eine überdurchschnittliche Performance schwierig bis unmöglich." **Mein Kommentar**: Aber nicht alle Konzepte rentieren schlecht. Passive 50/50 Allokationen oder auch „meine"

Weltmarktallokationen rentieren auch mit 0,75% Beratungskosten p.a. bisher sehr gut (siehe www.diversifikator.com).

"Factor Investing from Concept to Implementation" heißt ein Arbeitspapier der Rotterdamer Erasmus Universität von Eduard van Gelderen, Joop Huij und Georgi Kysoev vom Januar 2019. Im Abstract steht u.a. „A buy-and-hold strategy for a random factor fund yields 110 basis points per annum in excess of the return earned by the average traditional actively managed mutual fund. However, the actual returns that investors earn by investing in factor mutual funds are significantly lower because investors dynamically reallocate their funds both across factors and factor managers." **Meine Frage:** Warum so kompliziert, wenn es auch einfach geht? Die Benchmark "traditional active mutual fund manager" wird meistens auch von Standard-ETFs geschlagen.

„Warum Backtesting der beste Marketing-Trick der Finanzindustrie ist" erklärt der Aktienrebell im September. **Mein Kommentar**: Achtung, Anlageprofis, jetzt merken auch nicht-Profis, nämlich die Leser des Blogs, wie der Hase läuft.

Must-have ESG? Börsennotierte Infrastruktur

„Listed Infrastructure: Missed opportunities" lautet der Beitrag von Fraser Hughes in IPE vom September/Oktober 2019. „The listed infrastructure sector encompasses $2.5trn of global assets. So, … why would institutional investors focus exclusively on private infrastructure?" heißt es in der Einleitung. Darin schlägt der Autor u.a. vor, dass Non-Listed Infrastruktur-Anleger ihre aufgrund fehlender attraktiver Anlageobjekte noch nicht investierte „Dry Power" in „Listed Infrastuktur" investieren. Neben attraktiven Renditen werden auch relativ niedrige Risiken festgestellt: "Interestingly, during the 2008 crisis, listed and unlisted infrastructure lost and recovered at the same rate (36 months) – global equities took 66 months to recover. …. Moreover, during quarters where equities are negative, the GLIO Coverage only 'captures' 48% of the downside. In other words, 52% downside protection." **Mein Kommentar:** In Listed Infrastruktur kann man zudem gut ESG-konform investieren, siehe http://prof-soehnholz.com/neues-attraktives-esg-portfolio-aus-kern-infrastrukturaktien-weltweit/.

ESG-Now: Neues Research zu Umweltthemen, (passiven) ESG-Investments, Robo-Advisors etc. (10-2019)

ESG-Now nenne ich diesen Beitrag, weil sich aktuell so viel zu dem Thema tut. Kaum jemand kann all die neuen Studien zu verantwortungsvollen Investments und Robo-Advisors lesen. Hier ist wieder ein Versuch, den Information Overload zu reduzieren. Für zusätzliche Hinweise bin ich auch immer dankbar. Dadurch ist z.B. meine Liste von Robo-Advisors mit nachhaltigen Angeboten in den letzten Wochen um 8 Anbieter gewachsen (s.u.).

ESG-Now: Umweltresearch

Wer sich für Luftqualität interessiert, sollte sich den Air Quality in Europe – 2019 Report der Europäischen Umweltagentur vom 16. Oktober ansehen. Schon in der Zusammenfassung auf Seite 7 wird deutlich, wie schlecht es um die Qualität steht. **Meine Meinung:** Besonders beunruhigend finde ich: "Air pollution also has considerable economic impacts, cutting lives

short, increasing medical costs and reducing productivity through working days lost across the economy." Und "Lower socio-economic groups tend to be more exposed to air pollution …." (S. 8).

Studie: Klimawandel macht jungen Menschen gesundheitlich zu schaffen schreibt Jörg Droste am 9. Oktober auf Cash Online über die Studie „Zukunft Gesundheit 2019" der Schwenninger Krankenkasse und der Stiftung „Die Gesundarbeiter". In dem Beitrag heißt es u.a.: „41 Prozent der 14- bis 34-Jährigen macht der Klimawandel körperlich zu schaffen, und 45 Prozent sprechen von einer psychischen Belastung. Interessanterweise sind Frauen mit 51 Prozent davon stärker betroffen als Männer (39 Prozent)."

"Revealed: the 20 firms behind a third of all carbon emissions" scrheiben Matthew Taylor and Jonathan Watts am 9. Oktober im Guardian unter Berufung auf Richard Heede vom Climate Accountability Institute aus den USA. Diese "spend billions of pounds on lobbying governments and portraying themselves as environmentally responsible". **Mein Kommentar**: Das Geld sollte besser in Emissionsreduktionen investiert werden.

Justin Fox schreibt am 2. Oktober einen interessanten Beitrag bei Bloomberg mit dem Titel "Are Burgers Really That Bad for the Climate?". Er zeigt darin Datenprobleme bei der Berechnung des CO2 Fußabdrucks von Viehwirtschaft auf.

Einen guten Überblick zum „The Business Case for Carbon Capture" haben Alex Dewar und Max Sudmeijer von der Boston Consulting Group am 24. September veröffentlicht. Kritik an dem Ansatz findet man darin jedoch nicht.

Und in Flipping the Script on Climate Action schreiben Jens Burchardt und mehrere Co-Autoren der Boston Consulting Group am 20. September, dass "the Global Risks of Inaction Are Escalating". Sie schreiben aber auch, dass "the Costs of Taking Action Are Vastly Overestimated" und Vergleichbares in Bezug auf (technische) Risiken.

ESG-Now: Soziales

"Wohnungsnot gibt es nicht!" heißt ein Beitrag vom 14. Oktober bei Cash online von EBZ-Professor Dr. Günter Vornholz. **Mein Kommentar:** Ich stimme ihm zu, dass wir lieber von Wohnungsknappheit reden sollten. Ich stimme diesen Sätzen aber nicht zu: „Das eigentliche Problem ergibt sich durch die Finanzmärkte, da die Investorennach renditestarken Anlagealternativen suchen und bei Immobilien finden. Daraus resultieren die exorbitanten Preissteigerungen, die Anlass für Proteste und Sorgen um eine Preisblase sorgen." Meiner Ansicht liegt das Problem zu einem Großteil an höheren Ansprüchen, die sich durch stark gestiegene Wohnflächen pro Bewohner ausdrücken. Mein Projekt „dagegen" ist allerdings bisher noch nicht erfolgreich.

ESG-Now: Reporting

Das TCDF Good Practice Handbook der Climate Disclosure und der Sustainability Accounting Standards Boards vom September kann sehr hilfreich sein: "The *TCFD Implementation Guide* introduces the Task Force on Climate-related Financial Disclosures' (TCFD) reporting principles and requirements. It offers key action steps for companies to take

to lay the groundwork for effective climate-related financial disclosures." Es enthält unter anderem ein Beispielreporting der BASF.

In "Accounting for Climate: The next Frontier in ESG" von Standard & Poors vom 11. Oktober findet man ein paar interessante Zahlen.

ESG-Now: Fehlende Konzepte und falsche Stimmrechtsausübungen

Besonders bemerkenswerte Ergebnisse der am 26. September veröffentlichten „DVFA Umfrage: Wie stehen die Investment Professionals in Deutschland zu Sustainable Finance" aus meiner Sicht: Obwohl es sehr viele Nachhaltigkeitsinitiativen und Clubs gibt, konstatieren fast die Hälfte der befragten Analysten eine „Mangelnde Vertrautheit vieler Vorstände und Aufsichtsräte mit Nachhaltigkeitsanforderungen" und fast 60% „Wissens- und Erfahrungsdefizit vieler Akteure in der Finanzindustrie".

Dazu passt, dass Institutional Money am 8. Oktober schreibt: „Nur jeder vierte Institutionelle hat Konzept für nachhaltige Anleihen". In Bezug auf eine Studie von NN Investors. Auch nur etwa die Hälfte hat ein Aktienkonzept. Anleihen machen aber meist den weitaus größten Teil der Kapitalanlagen dieser Anleger aus. **Mein Kommentar**: Dabei ist es doch einfach, ein Konzept zu entwickeln, siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/.

Am 3. Oktober schreibt Valerie Volcovici bei Reuters den Beitrag „World`s largest banks lagging in sustainble finance: report". Dort heißt es in Bezug auf einen Bericht des World Resources Institutes zu den 50 größten privaten Banken: „Only 23 of the world's 50 largest private banks made commitments to finance projects for sustainable energy. Among those 23 banks with commitments, the average annual level of fossil fuel finance between 2016 and 2018 is nearly twice the annualized amount of sustainable finance commitments. Only seven banks had annualized sustainable finance targets greater than the amount of finance they provide for fossil fuel-related transactions."

In "Church pensions investor calls out proxy advisers over climate voting advice" schreibt Susanna Rust am 9. Oktober auf IPE online. Dabei geht es um die Reaktion darauf, daß „ISS and Glass Lewis had decided not to recommend investors vote in favour of a climate lobbying shareholder resolution at BHP."

ESG-Now: Gute Renditen

Der International Monetary Fund widmet in seinem Global Financial Stability Report vom Oktober 2019 ein ganzes Kapitel (6) nachhaltigen Fonds. Wie erwartet, werden zahlreiche Statistiken gezeigt, die aber nichts grundsätzlich Neues bringen. Doch der IMF findet beruhigenderweise auch, dass nachhaltige Fonds keine Perfomance kosten oder systematisch teurer sind als traditionelle Fonds.

Am 23. September schreibt Nick Reeve von IPE über eine Befragung sogenannter professioneller Investoren von NN Investment Partners im Beitrag „Chart of the Week: Investors 'still believe ESG investing limits returns": "German investors were most pessimistic, with 80% saying responsible investment strategies would reduce investment returns".

ESG-Now: Geringere Risiken und attraktive Impactansätze

In "Environmental Hazards and risk management in the financial sector: A systematic literature overview" von Miriam Breitenstein, Duc Khuong Nguyen und Thomas Walther heißt es in einem Arbeitspapier von der Uni St. Gallen vom Juli 2019 in der Zusammenfassung: "Our results put forward the risk reduction for financial institutions which highly commit with environmental responsibility and performance."

Kritischer schreiben die Harvard-Professoren Michael Porter, George Serafeim und Mark Kramer unter dem Titel „Where ESG Fails" am 16. Oktober bei Institutional Investor. **Mein Kommentar**: Die Autoren schreiben nur, dass man mit passiven ESG Ansätzen nicht unbedingt Outperformance erzielt, was auch kaum jemand behauptet. Und sie werben mit vielen guten Beispiele für „profit driven social impact", den sie „shared value" nennen". Ich fände es sehr schön, wenn das künftig wirklich Outperformance liefert, was aber noch zu beweisen wäre. Meiner Meinung nach gilt aber sicher: Anleger sollten bei gleichen Performanceerwartungen lieber Geldanlagen mit besseren ESG oder Shared Value Profile selektieren.

In Doing well while feeling good schreibt Ola Mahmoud am 20. September über einige Feldexperimente mit Privatpersonen, die besonders für Marketingstrategen interessant sein können.

ESG-Now: Nicht nur in den USA

In "Why Invest Internationally in Companies with Strong ESG Practices?" Zeigt Scott LaBreche von Impax Asset Management, dass Investments in gute non-US ESG Aktien auch gute risikoadjustierte Performance liefern kann.

Andrew Willis von Morningstar schreibt am 8. Oktober über „ESG Investing in Emerging Markets". Auch dort schadet ESG Investing offenbar nicht: "The MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index has delivered stronger annualised returns than non-ESG emerging markets peer over both five and 10 year periods."

China through an ESG Lens heisst es im September von MSCI. Chinesische Unternehmen verbessern ihre ESG-Ratings, aber das muss beachtet werden: "79% of Chinese companies in our peer set have controlling shareholders, which maintain a strong influence. The most common concerns relate to companies failing to have a majority of the board qualify as independent …".

Traditionelle Investments: Aktiv ist nicht so gut

Die heimlichen Stars der Mischfonds-Manege: gemischte ETFs heißt ein Beitrag von Ali Masarwah von Morningstar vom 20. September. „Es fing mit einer Analyse meiner Kollegin Barbara Claus zu aktiv verwalteten Mischfonds an. Unsere Fondsanalystin – aktiv verwalteten Fonds durchaus zugewandt – musste konstatieren, dass die Asset Allocation Produkte zuletzt – wieder einmal – erschreckend schwach abgeschnitten haben." **Mein Kommentar:** Aber auch die von Masarwah genannten besten passiven Mischfondsportfolios tun sich schwer im

Vergleich zu einer 60/40 ETF Allokation (siehe auch http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/).

Interessant ist auch dieser Hinweis: „Der ComStage Vermögensstrategie Offensiv wurde erst im März 2018 aufgelegt. Das ist angesichts der klaren Systematik kein Problem: Wer diversifiziert und aktien-orientiert (und passiv!) investieren will, weiß, was er hier bekommt." **Mein Kommentar**: Ein kurzer passiver guter Trackrecord ist besser als ein langer schlechter aktiver, oder? Im Vergleich fehlen aber die attraktiven passiven „Misch"-Portfolios von meiner Firma Diversifikator. Vergleichen Sie selbst: www.diversifkator.com. Dummerweise nutzt Diversifikator schon seit dem Start bewusst eine seitdem kaum zu schlagende 50/50 Benchmark (siehe auch die anpassungsfähigen Grafiken unter der Performancetabelle, z.B. das ESG ETF-Portfolio im Vergleich mit 50/50). Wenn aktive Mischfonds das auch machen würden, wären sie wohl schon länger (fast) ausgestorben.

Auch für aktive Aktienmanager sieht es nicht so gut aus: Ben Carlson fragt am 11. Oktober „Where Have all the Stock Market Wizards Gone?".

Der bekannte Buchautor Larry Swedroe schreibt am 4. Oktober auf dem Blog von The Evidence Based Investor über "The facts on active share and outperformance" kritisch über "Active Share": "Given the evidence, there doesn't seem to be a logical explanation for the phenomenon other than a high active share is a necessary ingredient for outperformance. Unfortunately, it's not a sufficient one".

Auch alternative und KI Investments überzeugen nicht immer

Barry Ritholz spricht am 16. Oktober kritisch über Private Equity und Hedgefonds Investments durch US Universitätsstiftungen: Same Old Mistakes from Ivy League Endowments (siehe auch Bloomberg Opinion vom 10.10.).

Zumindest für das Investmentmangement ist auch künstliche Intelligenz bisher nicht überzeugend (siehe https://www.institutional-money.com/news/theorie/headline/kuenstliche-intelligenz-mit-ihrer-fondamanagement-kompetenz-am-ende-156623/). In dem Beitrag vom 7. Oktober wird auch auf einen Index verweisen, der künftig beim Vergleich helfen kann, der Eurekahedge Artificial Intelligence Hedge Fund Index.

Robo-Advisors und Modellportfolios haben doch eine Zukunft

Bisher bieten Robo-Advisors überwiegend sehr ähnliche ETF-Portfolios an, die nur ihren Anleiheanteil abhängig von der Risikoeinschätzung des Anlegers variieren (für Deutschland siehe aktuell z.B. http://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/). Aber das ändert sich.

Oisin Breen schreibt am 8. Oktober auf RIABiz: "New class of robos lay siege to ‚antiquated' target-date-funds (TDF) market". Der Target Date Fondsmarkt in den USA ist sehr groß, weil diese für einen Großteil der Altersvorsorge genutzt werden. Das gilt vor allem für die betriebliche Altersvorsorge (u.a. 401k), für die oft „Auto-Enrollment" genutzt wird (auch als Opt-Out Modell bezeichnet). Mitarbeiter müssen der Nutzung also explizit widersprechen, was nicht allzu viele tun. Auch Target-Date Fonds nutzen oft einheitliche Portfolios, die zum Ende der Laufzeit des Fonds ihren Anleiheanteil erhöhen (siehe auch

https://riabiz.com/a/2013/7/22/why-target-date-funds-fail-in-the-one-area-theyre-supposed-to-succeed-downside-protection).

Die hohe Standardisierung wird in dem aktuellen RIABiz Beitrag kritisiert: „The notion that two, say, 45-year-olds at the same company with the same job, same salary, same prospects for job growth should invest identically based solely on their age, when one might be married with kids and a mortgage and the other might be single and, oh, slated to inherit a goodly sum from aging parents, is totally bankrupt“ (Daniel Wiener).

David Blanchett von Morningstar sagt: „As the cost of personalization continues to decline, I think it is likely that more plan sponsors and investors will seek ‚robo" solutions.'“ Oisin schreibt dazu: Morningstar, which manages $147.6 billion in workplace retirement assets, and a further $69.4 billion in investment assets, launched a fresh 401(k) service for RIAs in April. The system combines automated advice with model portfolios, again, customized to changing risk-levels and goals." (RIAs sind US-registrierte Investmentberater). **Mein Kommentar:** In Deutschland sind Modellportfolios leider noch wenig erfolgreich (s. z.B. http://prof-soehnholz.com/modellportfolio-robos-sind-besser-als-normale-robo-advisors/).

ESG-Now: verantwortungsvolle Robos und Direct Indexing werden wichtiger

Auf Biallo heisst es zuerst am 11. Oktober von Max Geissler und Lars Becker: „Nachhaltige Geldanlage: Immer mehr Robo-Advisor werden grün“. Meinen Beitrag vom 25. August zu dem Thema haben die Autoren wohl leider übersehen (siehe http://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/). Inzwischen habe ich, teils dank Blogleserhilfe, weitere Anbieter gefunden und in meinen internen aber noch nicht veröffentlichten Vergleich aufgenommen: Klimafonds, Peningar, Savity aus Österreich, Wevest, Peaks, Fairr, das m.E. besonders interessante Yova aus der Schweiz, und Greta's Choice. **Mein Kommentar:** Ich würde mich freuen, wenn nach dem leider nicht mehr aktiven United Signals auch andere (Robo) Advisors (PureESG-)Portfolios von Diversifikator anbieten würden.

Der sehr renommierte US-Experte für Vermögensverwalter Michael Kitces schreibt in "The Latest In Financial Advisor #FinTech" am 7. Oktober u.a. über die neuen Zero-Fee Brokerangebote, den Kauf von Ethic Investment durch Fidelity um maßgeschneiderte Direct ESG Indexing Angebote anzubieten, andere neue Direct Indexing Angebote und das starke Wachstum von Wealthfront durch attraktive Geldmarktanlagen (siehe auch http://prof-soehnholz.com/must-have-esg-neues-zu-schlechten-agrarsubventionen-und-erdgas-guten-robo-advisors-und-direct-indexing/).

Finanzberater sind ihr Geld oft wert

Cynthia Pagliaro und Stephen Utkus von Vanguard haben im September eine neue Studie mit dem Thema „Assessing the value of advice“ veröffentlicht. Ergebnis der sehr umfassenden Studie ist u.a.: "We found that advice led to meaningful changes for most. It materially altered equity risk-taking for two-thirds of the sample, reduced cash holdings for nearly three in ten investors, and eliminated home bias for over 90%." Interessant: Es wurden „portfolio, financial, and emotional outcomes“ untersucht. Cullen Roche hat die Studie am 25. September unter dem Titel „How valuable is financial advice“ kommentiert. **Mein Kommentar**: In Abbildung 4 (S. 5) der Studie zeigt sich, dass nach der Beratung die Anleger

aller Risikoklassen um die 60% Aktien halten. Ob die Reduktion der Aktienquote bei „dynamischen“ Anlegern zu Gunsten der Anleihequote so gut ist, bezweifele ich. Grundsätzlich bin ich aber ein Anhänger von „hybriden“ Konzepten, siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/.

E, S und G, liquide Impactinvestments, Direct Indexing etc.: Neues Research (11-2019)

Meldungen zu den Themen E, S und G (Environment, Social und Governance bzw. Unternehmensführung) nehmen immer mehr zu, während es um Robo Advisors eher ruhiger wird. Auch in den letzten zwei Wochen habe ich wieder circa 30 interessante Beiträge gefunden. Dabei nehme ich Umfragen nur noch dann auf, wenn sie überraschende Erkenntnisse bringen. „ESG wird immer wichtiger“-Umfrageergebnisse tauchen deshalb nicht mehr so häufig auf, es sei denn, sie deuten auf Greenwashing hin. Und für alle (Elektro-, Mini, Wenig-, Pferdeanhänger-, Förster- …) SUV-Fahrer: Ich weiß schon, dass man relativieren muss, aber die zitierte Studie finde ich trotzdem interessant.

E, S und G und CO2: Sonne, Wind und SUVs sind wichtiger als gedacht

Im “Offshore Wind Outlook 2019“ der Internationalen Energieagentur IEA heißt es in der Zusammenfassung u.a.: “The best offshore wind sites could supply more than the total amount of electricity consumed worldwide today. And that would involve tapping only the sites close to shores.” (S. 11). “Offshore wind’s system value is generally higher than that of its onshore counterpart and more stable over time than that of solar PV.” (S. 12). “The levelised cost of electricity produced by offshore wind is projected to decline by nearly 60% by 2040. Combined with its relatively high value to the system, this will make offshore wind one of the most competitive sources of electricity” (S. 12).

“Renewable energy to expand by 50% in next five years – report” steht am 21. Oktober im Guardian in Bezug auf einen anderen Report der Internationalen Energieagentur (IEA). „Global supplies of renewable electricity are growing faster than expected and could expand by 50% in the next five years, powered by a resurgence in solar energy.” Aber der Chef der IEA Birol “warned that the role of renewables in the global energy system would need to grow even faster if the world hopes to meet its climate targets.”

SUVs second biggest cause of emissions rise, figures reveal heißt es am 25. Oktober von Niko Kommenda im Guardian. Untertitel: “If SUV drivers were a nation, they would rank seventh in the world for carbon emissions“. Und weiter: “Growing demand for SUVs was the second largest contributor to the increase in global CO2 emissions from 2010 to 2018, an analysis has found” in Bezug auf einen Report der Internationalen Energieagentur.

E, S und G Renditen: Überall gut

In The best investment? schreibt Anna Pavlova am 18. Oktober in einem Arbeitspapier der London Business School: “ESG investing is now mainstream – but measuring the performance of ‘green’ products and their asset managers is complex”. Sie bemängelt die unkritische Orientierung an traditionellen Indizes: “Precisely because managers are

encouraged to hold benchmark stocks for no other reason than that they are included in the index concerned, the issuing firm is, in effect, able to rely on this 'inertial' support to raise capital more cheaply than would otherwise have been the case …. a benefit that I have called the 'benchmark inclusion subsidy'"(siehe auch http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-als-einzige-offizielle-geldanlage-benchmarks/). Konkret für traditionelle Werte: "We estimate that firms in the S&P 500 benefit from a 30 basis points to 90 basis points (0.3% to 0.9%) lower cost of capital." **Mein Kommentar:** Wenn die EU Climate Transition Indizes ein Erfolg werden, kann das auch für diese Indizes gelten. Auch das kann kritisch sein (s. http://prof-soehnholz.com/eu-klimaindizes-und-esg-indexverordnung-offizielles-greenwashing/).

Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World heißt eine Studie aus dem Financial Analysts Journal von 1. Oktober von Mozaffar Khan. Auch diese Studie findet Positives: "A long-only portfolio of the top quartile of governance (ESG) scores was found to outperform the global universe by 40 pps (17 pps) cumulatively" vor Kosten, heißt es in der Zusammenfassung auf Seite 121.

Eine Studie von Vontobel Asset Management mit dem Titel Emerging Markets: no ESG, no Fun vom 4. Oktober 2019 hat den Untertitel „Why active management combined with a sustainable approach can open up new horizons". Unter anderem auf Seite 16 wird gezeigt, dass ESG-Kriterien für Emerging Markets besonders attraktiv sein können. Das gilt besonders für „unconstrained" Portfolios. **Meine Meinung:** Es gibt aber auch passive unconstrained ESG Ansätze (z.B. die von meinem Unternehmen Diversifikator). Die Auswertung spricht deshalb nicht unbedingt für „aktives" Management, nur für Mut zur Abkehr von Tracking-Error Restriktionen.

Does Money Talk? Market Discipline through Selloffs and Boycotts ist ein Arbeitspapier von Nickolay Gantchev, Mariassunta Giannetti und Rachel Li vom Oktober 2019 betitelt. Und in der Zusammenfassung steht: "… heightened E&S risk is associated with a drop in firms' sales in E&S conscious countries. This behavior of E&S conscious investors and customers leads to declines in stock prices, which push firms to improve their E&S policies in the years following negative realizations of E&S risk. Overall, our results indicate that customers and shareholders are able to impose their social preferences on firms, suggesting that market discipline works." (siehe auch http://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/).

E, S und G und Impact Investments sind kompatibel

In "Different paths lead to sustainable investing" aus Environmental Finance vom 21. Oktober werden von Fiona Reynolds, der CEO von Principles for Responsible Investments, kurz fünf US „Impact Investing" Plattformen beschrieben: Wealthsimple, Swell, Motif, OpenInvest und Coin. Diese nutzen fokussierte standardisierte Portfolios von börsennotierten Aktien zur Umsetzung. **Mein Kommentar:** Mein kleines deutsches Start-Up Diversifikator muss sich mit seinem breiten ESG-Portfolioangebot nicht verstecken.

Peter Cipps fragt am selben Tag ebendort: "Can you really make an impact in listed equities?" Er schreibt: "An increasing number of investors are attempting to implement impact strategies via listed equities". Als Probleme nennt er Intentionalität und Additionalität. Johanna Köb von der Zürich Versicherung wird Folgendes zugeschrieben: "Footprinting …. involves

assessing a company's overall positive and negative impact on people and the planet. …. This fits listed equities very well". Andere Marktteilnehmer setzen auf "Engagement for Impact". Der NN Global Equity Impact Opportunities nutzt ESG Kriterien und ist "biased towards the healthcare sector". Einen ähnlichen Ansatz verfolgt der RobecoSAM Global SDG Equities. **Mein Kommentar:** Noch konsequenter gibt es so etwas auch Made in Germany, siehe http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/.

E, S und G Nachfrager und Anbieter: Es gibt noch viel zu tun

Fiduciary market growing, ESG action minimal, says Survey heißt ein Beitrag von Gail Moss vom 24. Oktober in ipe online. Sie schreibt in Bezug auf eine Umfrage zum Verhalten britischer institutioneller Anleger: „most (87%) had conducted no more than a light-touch review of ESG, only one in ten (10%) had thought about it carefully, and a mere 1% had taken bespoke action".

Virtual investment experiment indicates informed consumers choose sustainable funds even with reduced returns heißt eine Befragung von US-Bürgern vom 22. Oktober vom University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership's (CISL) und der Investment Leaders Group (ILG). "The study found a strong preference for sustainable investing even with a 2-3 per cent sacrifice in returns." …. "The study also found that participants in the under-35 age range and inexperienced savers had a stronger preference for sustainable investment; while income, gender and education had no effect on preference. It also showed there was stronger preference for avoiding funds rated poorly for sustainability than for actively choosing funds with high sustainability, indicating avoiding negative environmental and social impacts is more influential in decision-making than the pursuit of positive impacts."

Fonds professionell online hat am 24. Oktober unter dem Titel ESG wird zur Existenzfrage für Assetmanager, Ergebnisse aus einer weltweiten Studie zu Alternativen Investments der LGT Capital Partners veröffentlicht. Dort steht u.a. „Unter den Institutionellen, die sich sieben Jahre oder mehr mit Nachhaltigkeit beschäftigen, sagen 62 Prozent, dass der ESG-Aspekt das Rendite-Risiko-Verhältnis verbessert".

Aber das Unternehmensreporting muss besser werden, auch in Deutschland: Licht und Schatten in nichtfinanzieller Berichterstattung im DAX160 heißt ein Beitrag von Krichhoff Consult vom 22. Oktober in CSR News in Bezug auf eine gemeinsame Studie „Nachhaltig gut Berichten!" mit BDO. „Nur 50 % der SDAX Unternehmen veröffentlichen einen Nachhaltigkeitsbericht. Bei den DAX30 bzw. MDAX Gesellschaften liegt der Anteil bei 7 % bzw. 25 % der Unternehmen, die keinen Nachhaltigkeitsbericht publizieren. Damit verschenken diese Gesellschaften großes Potenzial bei der Investorenansprache." Und in Bezug auf SDAX Unternehmen: „lediglich 36 % beziehen die SDGs in ihre Kommunikation ein."

E, S und G und Aufseher und traditionelle Anbieter: Es geht besser!

Darum schweigt die Bundesregierung zur wichtigsten Zahl beim Klimaschutz schreibt Stefan Rahmstorf am 20. Oktober bei Spiegel Online. Dort heißt es: „…. die Umweltministerin (wird) gefragt, von welchem Emissionsbudget die Regierung bei ihren Planungen

ausgeht. Auf mehrfache Nachfragen … sagt sie schließlich: „Unter diesen ganzen Tonnen kann sich doch keiner was vorstellen!“

Frank Grund: „Drei Viertel der Versicherer sind nachhaltige Investoren“ ist ein Beitrag von Portfolio Institutionell online am 30. Oktober in Bezug auf eine Rede des „Bafin Chefaufsehers“ betitelt. „…knapp drei Viertel der Unternehmen (sind) nach eigener Einschätzung bereits als nachhaltiger Investor unterwegs“ wird Herr Grund zitiert. Und weiter: „Sobald sich die EU-Kommission, das Europäische Parlament und der Europäische Rat auf eine Taxonomie zur Klassifizierung nachhaltiger Tätigkeiten geeinigt haben, nähern wir uns dann auch einer gemeinsamen Basis für die Frage, welche Investitionen umweltverträglich sind.“ **Mein Kommentar:** Aufseher sollten solche Marketingaussagen nicht unkritisch weiterverbreiten. Und sie sollten auch nicht zum Warten auf die Taxonomie aufrufen, die dauert und zunächst nur auf den Faktor „E“ setzt. Man kann auch jetzt schon sehr konsequent agieren, wenn man nur möchte.

Zielkonflikte bei grüner Geldpolitik schreibt Patrick Eisele am 30. Oktober auf Portfolio Institutionell Online. Darin wird Bundesbankpräsident Jens Weidmanns wie folgt zitiert: „Forderungen nach einer grünen Geldpolitik, etwa in Gestalt eines ‚Green QE‘ oder einer gezielten Privilegierung innerhalb des Sicherheitenrahmens, sehe ich sehr kritisch. Unser Mandat lautet Preisstabilität, und bei der Umsetzung unserer Geldpolitik ist der Grundsatz der Marktneutralität zu beachten“. **Mein Kommentar:** Dem stimme ich zu, zumal es sowieso nicht genug attraktive Green Bonds gibt.

Frau Mauderer aus dem Bundesbankvorstand sagt aber laut diesem Beitrag auch „Zentralbanken können Wegbereiter für mehr Nachhaltigkeit sein, insbesondere mit Portfolios, die nicht geldpolitisch geprägt sind, aber auch in ihrer Rolle als Fiskalagent“. **Mein Kommentar:** Auch dem stimme ich zu. Hier ist noch sehr viel mehr konsequente E, S und G Nachhaltigkeit möglich.

Alle wussten, was sie taten heißt es von Karsten Polke-Majewski et al. am 29. Oktober in Zeit online in Bezug auf einen Cum-Ex Prozess. **Meine Frage:** Die Finanzkrise hat wohl nicht gereicht. Was muss noch passieren, damit Anleger (und Aufseher) „nachhaltig“ reagieren?

E, S und G Umsetzung: Technik besser, Kosten sinken

Die Studie The Next-Generation Wealth Manager vom Juni mit dem Untertitel „Advancing Services And Personalization With Technology“ von Forbes und Temenos zeigt, was für digitale Möglichkeiten es gibt bzw. erwartet werden. M.E. besonders interessant: “Acceptance of technology among HNWIs has significantly expanded over the past three years” (S. 5) (s.a. http://prof-soehnholz.com/wealthtech-fuer-multimillionaere/).

Robos built for advisers struggling to gain traction heißt ein Beitrag von Ryan W. Neal in InvestmentNews vom 30. Oktober. Erklärungen u.a.: Banken geht es noch nicht schlecht genug und unabhängige Vermögensverwalter haben nicht genug Kundenreichweite. **Meine Frage:** Wenn B2B Robo-Advice schon in den USA nicht funktioniert, wie soll es denn im kleinen Deutschland funktionieren?

Efi Pylarinou hat am 22. Oktober einen interessanten Beitrag auf Daily Fintech veröffentlicht: „What has triggered the explosion of payments for order flow? Not Fidelity”. Sie zeigt auf,

wie Robinhood und andere "kostenlose" Broker Geld verdienen mit dem Verkauf von „Order Flow" u.a. an Hochfrequenzhändler. **Mein Kommentar:** Wer „Flashboys" von Michael Lewis kennt, dem graust es vor solchen Services.

Aber das ist wirklich positiv: Andreas Kröner schreibt am 23. Oktober im Handelsblatt online: Deutsche Börse schafft Transaktionsgebühren bei ETF-Sparplänen ab. Hauke Stars von der Deutschen Börse wird dort wie folgt zitiert: „Die Deutsche Börse erhebt in ihrem elektronischen Handelssystem Xetra keine Transaktionsentgelte mehr bei der Ausführung von ETF-Sparplänen sowie bei Orders von Robo-Advisors."

Individualisiertes E, S und G Investing wird mit Direct Indexing möglich

Charles Schwab & Co. brings 'start-up'- style disruption to the $20 trillion mutual fund industry by zeroing out free fractional-share trade ticket charges schreibt Oisin Breen am 22. 10. Auf RIABiz. Dort wird wieder auf die positive Zukunft von Direct Indexing eingegangen (s.a. http://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/).U.a. steht dort"Fractional share accounting combined with free trading are exactly the ingredients to disrupt traditional investment products." (Eric Clarke, Orin Advisor Services). Breen stimmt zu: "Indeed, it shears mutual funds of two major advantages: economies of scale when trading and the level of portfolio diversification pooled investments guarantee."

Siehe dazu auch What Schwab's fractional shares announcement means for advisers von Ryan Neal am 18.10. bei InvestmentNews online und "Schwabs move to fractional investing sets a new standard for the industry, expert says" von Lizzy Gurdus in am 22. Oktober bei CNBC Online. Darin wird Dave Nadig von ETF.com in Bezug auf Direct Indexing so zitiert "It disintermediates the entire packaged product business".

Lieber traditionelle oder alternative Investments statt E, S und G?

Erst jetzt gelesen: Buffett's Alpha heisst eine Untersuchung von Andrea Frazzini, David Kabiller , CFA & Lasse Heje Pedersen vom 12. Dezember 2018, deren erste Fassung von 2012 datiert. Im Abstract steht: "Warren Buffett's Berkshire Hathaway has realized a Sharpe ratio of 0.79 with significant alpha to traditional risk factors. The alpha became insignificant, however, when we controlled for exposure to the factors "betting against beta" and "quality minus junk." Furthermore, we estimate that Buffett's leverage is about 1.7 to 1, on average. Therefore, Buffett's returns appear to be neither luck nor magic but, rather, a reward for leveraging cheap, safe, high-quality stocks. Decomposing Berkshire's portfolio into publicly traded stocks and wholly owned private companies, we found that the public stocks have performed the best, which suggests that Buffett's returns are more the result of stock selection than of his effect on management" (s.a. http://prof-soehnholz.com/faktorallokation/).

Paul Schneider, Christian Wagner und Josef Zechner haben am 17. September „Low Risk Anomalies?" als Forschungspapier des Swiss Finance Institute veröffentlicht. Bisher hatte ich noch keine überzeugenden quantitativen Erklärungen dafür gesehen. Die Autoren schreiben im Abstract: "This paper shows that the returns to trading such low risk anomalies (LRAs) can be explained by the skewness of equity returns, which is ignored by standard measures of market and idiosyncratic risk." Und in der Zusammenfassung auf Seite 31 steht: "Once we

control for skewness the low risk anomalies disappear. The stragegies (sic) no longer deliver positive alphas and their residual coskewness becomes substantially less negative."

Popularity – A Bridge between Classical and Behavioral Finance heißt ein Beitrag von Roger G. Ibbotson, Thomas M. Idzorek, Paul D. Kaplan, und James X. Xiong vom CFA Institute vom 10. Dezember 2018. Die Autoren "introduce a new formal asset pricing model, the popularity asset pricing model (PAPM), that extends the CAPM to include all types of preferences." **Mein Kommentar:** Gute Kritik am CAPM, aber die Messung von Popularität ist "tricky".

Gerd Kommer hat am ersten November einen interessanten Beitrag Gold als Investment – braucht man das? veröffentlicht. Sein Fazit: Auf der Basis seiner langfristigen historischen Rendite-Risiko-Kombination ist Gold eine unattraktive Anlage. „Auch sachlogische Erwägungen jenseits langer historischer Datenreihen liefern mehr Argumente gegen Gold als Investment als dafür." **Mein Kommentar:** Das sehe ich auch so.

Wollen Investoren in Deutschland etwa „genial einfach investieren"? fragt Ali Masarwah von Morningstar am 29. Oktober. Der geht auf den erfolgreichen Arero Fonds von Professor Weber ein: „Die Erfolgsrezepte des Finanzwissenschaftlers: niedrige Kosten, eine stabile Asset Allocation, eine breite Diversifikation." „Die Initiative wurde seinerzeit von vielen Profis belächelt, da Weber vermeintlich nichts vorzuweisen hatte, was den Vertrieb des Fonds hätte ankurbeln können: Keine Kickbacks, keinen proprietären Vertrieb, keine teuren Roadshows, keine glitzernden Anzeigen." **Mein Kommentar:** Glückwunsch an Professor Weber und sein Team! Die Weltmarktportfolios meiner Firma Diversifikator sind ähnlich, aber noch einfacher, weil die Allokation z.B. zu Rohstoffen nicht eine ist, die in der Vergangenheit besonders attraktiv war, sondern so, wie sie von allen Anlegern weltweit im Schnitt gehalten wird („Marktkapitalisierung-Allokation"). Außerdem wird bei der Umsetzung auf Derivate verzichtet. Dieser Ansatz braucht sich gegenüber Arero und vor allem gegenüber aktiven Fonds nicht zu verstecken (siehe auch http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/).

Active ESG: ESG bringt kaum Schub für aktives Management (11-2019)

Pro Active ESG: Eine französische Researchfirma meint, dass ESG- (Environmetal, Social, Governance) und vor allem SDG- (Sustainable Development Goals) bzw. Impactinvestments ein aktives Geldanlagemanagement erfordern. Das sehe ich anders. Dazu, neues Research und Kommentare zu mehr als 20 Beiträgen zu den Themen „verantwortungsvolle" Investments, Immobilenanlagen und Wealthtech findet man hier:

Active ESG – Das Umfeld: Die Emissionen der G20 Staaten steigen, statt zu sinken

Brown to Green heißt der Report von Climate Transparency mit dem Untertitel „The G20 Transition Towards a Net-Zero Emissions Economy". Hier sind die „Lowlights" aus meiner Sicht: "The G20 countries' current NDC targets would not result in an overall emission reduction in 2030, but rather to a slight increase. In 2030, emissions would then be more than twice as high as what is needed for 1.5°C." (S. 18). "None of the G20 countries' NDCs are in line with limiting warming to 1.5°C" (S. 19). "G20 energy-related CO2 emissions further

increased in 2018 as a result of high economic growth and associated growth in energy demand." (S. 25). Deutschland schneidet aber zumindest planerisch/konzeptionell ganz gut ab (S. 32). Bei Transport, Gebäuden und Landwirtschaft sieht es nicht viel besser aus als in Bezug auf den Energiesektor. „Industry has the highest emissions share in the G20; and emissions in the sector keep rising" (S. 43). Dort schneidet Deutschland schlecht ab (S. 44). Auch zum Finanzbereich, in dem demnach noch viel zu tun ist, wird Stellung genommen. Interessant sind auch die Statistiken zu hohen Fossil Fuel Subsidies, u.a. in Italien (S. 56), und zu den zu niedrigen Carbon-Preisen (S. 58).

Active ESG Investments

Etwas Theorie vorweg: In der Zusammenfassung von „Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier" von Lasse Heje Pedersen, Shaun Fitzgibbons und Lukasz Pomorski von AQR vom November 2019 steht: „We develop a theory that shows both the potential costs and benefits of ESG-based investing" (S. 2). Und eines der Ergebnisse ist: "We test the theory's equilibrium predictions using four ESG proxies, providing a rationale for why certain ESG measures predict returns positively (governance) while others negatively (non-sin stocks, a measure of "S") or close to zero (low carbon emissions, an example of "E," and commercial ESG measures)." Auf Seite 4/5 steht z.B.: "Starting with the benefit of ESG ***information***, we find that the maximum SR (Sharpe Ratio) that incorporates this ESG proxy is about 12% higher than the maximum SR that ignores such information (corresponding the vertical difference between the two tangency portfolios in Figure 1). Turning to the cost of ESG ***preferences***, doubling the average ESG score relative to the level that maximizes the SR leads to a reduction in SR of only 3%." Und auf Seite 6 schreiben die Autoren: "ESG scores play a dual role in our model because ESG affects investor preferences both directly (a kind of taste-based discrimination) and indirectly because ESG scores are informative of risk and expected returns (a form of statistical discrimination)." **Mein Kommentar:** An der Studie kann man Einiges kritisieren, vor allem die Nutzung des Markowitz-Modells und die Art, wie Governance und „grüne" Anlagen gemessen werden und auch die Nutzung eines aggregierten ESG-Scores statt separater Scores.

„Streit über ESG: Mehrere Fondsmanager verlassen NN Investment Partners und wechseln zu neuer Firma" von Serge Debrebant, Jessica Beard und Chris Sloley am 15. November online bei Citywire. **Mein Kommentar:** Es ist nicht ungewöhnlich, dass sich traditionelle Fondsmanager nicht von ESG-Anforderungen beschränken lassen wollen. Wenn ihre Performance darunter leiden würde, würde ich das verstehen. Die meisten Studien zeigen aber, dass ESG-Kriteriennutzung neutral oder positiv ist. Fondsmanager sollten lieber ESG-Kriterien nutzen, als dagegen zu sein.

Auch Unternehmen sollten ESG-aktiv sein

Auch Unternehmen sollten sich ESG-konform aufstellen, denn das kann sich sehr für sie lohnen, schreibt McKinsey&Company mit Beispielen im November, siehe Witold Henisz, Tim Koller, Robin Nuttall: „Getting your environmental, social and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here's why." Dort steht: "ESG links to cash flow in five important ways: (1) Facilitating topline growth, (2) reducing cost, (3) minimizing regulatory and legal interventions, (4) increasing employee productivity, and (5) optimizing investment and capital expenditures." (Seite 4). Und: "The potential for value creation is too great to leave any of them unexplored." (Seite 5). Interessant finde ich auch, wie hoch die

Abhängigkeit vieler Branchen von rechtlichen und Regulierungsmaßnahmen eingeschätzt wird (S. 8).

Aber "Gutes tun" rechnet sich für Unternehmen nicht immer: When Doing Good Backfires: The Effects of Corporate Social Responsibility Fit on Long- and Short-Term Investors von Chezham L. Sealy, Christopher P. Agoglia und M. David Piercey vom September 2019. Sie machen differenzierte Experimente zu CSR (Corporate Social Responsibility) Effekten in Bezug auf „sin" und „virtue" Marktsegmente. Im Abstract steht: "CSR increase long-term investor willingness to invest in firms involved in industries aimed at doing good for society (i.e., "virtue firms"). Importantly, our study also shows that CSR fit only affects long-term investors." Auf Seite 24 heißt es aber auch: "In certain circumstances, well-meaning CSR initiatives can serve to encourage investment, while in others they can backfire." Das gilt besonders für sogenannte low-fit CSR. Damit ist gemeint, dass die CSR-Aktivitäten wenig mit dem Kerngeschäft des Unternehmens zu tun haben. Ebenfalls wenig überraschend heißt es: "Long-term investors' appear to weigh nonfinancial investment implications more so than short-term investors" (S. 25).

Active ESG: Reporting, Voting, SDG und Impactinvestments

Wenn Unternehmen „Gutes tun", sollten sie es auch kommunizieren: „Licht und Schatten in nichtfinanzieller Berichterstattung im DAX160" heißt ein Beitrag von Kirchhoff Consult und BDO vom 22. Oktober auf CSR News. Dort steht: „Nur 50 % der SDAX Unternehmen veröffentlichen einen Nachhaltigkeitsbericht. Bei den DAX30 bzw. MDAX Gesellschaften liegt der Anteil der Unternehmen, die keinen Nachhaltigkeitsbericht publizieren, bei 7 % bzw. 25 %. Damit verschenken diese Gesellschaften großes Potenzial bei der Investorenansprache."

Zu kommunizieren, dass man sehr engagiert ist, aber sich anders zu Verhalten, ist schlecht, siehe "Revealed: US asset management giants lead pro-climate proxy voting worst performers" von Mike Sheen vom 4. November in Investment Week. Demnach hat Share Action herausgefunden, dass Blackrock in den zwei untersuchten Jahren nur 5,5% der Klimaresolutionen von Aktionären zugestimmt hat. Auch J.P. Morgan, Vanguard und Fidelity lagen unter 10%. Diesen stehen UBS, Allianz Global Investors und Aviva mit über 86% Zustimmungsquoten gegenüber.

In Bezug auf diese Einschätzung bin ich skeptisch: "Dutch pension funds set to pivot from passive to active management" heißt es am 12. November beim online Briefing Corporate Citizenship unter Verweis auf einen Bericht der Financial Times (Paywall) über einen Report von Indefi. Indefi prognostiziert, dass niederländische Pensionsfonds, die traditionell stark passiv angelegt haben, aus Nachhaltigkeitsgründen künftig stärker aktiv und auf Impact- oder SDG-Ziele konzentriert anlegen werden. Bei Indefi selbst heisst es zudem: „Impact and sustainable development investing are set to become the norm in institutional investors' responsible investing efforts, superseding ESG strategies". **Mein Kommentar:** Man kann auch regelbasiert (passiv) konzentriert und streng nachhaltig anlegen, wie die Portfolios und ESG-Indizes von meiner Firma Diversifikator zeigen (siehe auch http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

Andererseits ist der alleinige Fokus auf SDG- oder Impactinvestments für institutionelle Großanleger unrealistisch. Da aktive Manager im Schnitt keine systematische

Outperformance zeigen können, werden passive Anlagen meiner Meinung nach auch bei „verantwortungsvollen“ Investments künftig gegenüber aktiven Investments zulegen (s. auch http://prof-soehnholz.com/passivkritik-passiv-und-esg-sind-gut/).

Passive ESG statt Active ESG

„Nachhaltigkeit ist ein Megatrend – auch bei der Geldanlage Vermögensverwaltung mit doppelter Rendite“ schreibt Peter Körndl am 11. November beim Bank Blog. „Die Commerzbank bietet ihre Nachhaltigkeits-VV privaten Anlegern an. Voraussetzung dafür ist ein Anlagevolumen ab 500.000 Euro.“ Der Autor plädiert für ein aktives Management. „Die Nachhaltigkeits-VV „Vermögensausbau dynamisch“ hat „von Januar bis August 2019 bei 5,41 Prozent“ Rendite gebracht. **Mein Kommentar:** Das geht noch besser. Das passive ESG ETF-Portfolio von Diversifikator hat in der Zeit über 13% Rendite gemacht und das voll regelbasierte Trendfolge ESG ETF-Portfolio über 6%. Auch das sehr strenge regelbasierte Global Equities ESG-Portfolio hätte selbst mit 50% unverzinstem Cash eine Rendite fast 8% Plus gemacht. Vergleichbare traditionelle ETF-Portfolios hätten ähnlich wie die Diversifikator-Portfolios performt und alle ohne Mindestinvestitionsgrenze.

Auch ohne Mindestinvestment: Markus Jordan schreibt am 4. November „extraETF.com unterstützt die Auswahl von nachhaltigen ETFs“. So werden derzeit 5-7 passive ETF-Portfolios angeboten, u.a. eines nach dem ARERO-Konzept von Professor Weber (zu weiteren Online-Anbietern siehe http://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/).

“Robo adviser SRI portfolios outperform traditional investing styles” schreibt Ryan W. Neal am 4. November in InvestmentNews über eine US-Analyse von Backend Benchmarking. Allerdings liegen dem Vergleich nur Daten über ein Jahr zugrunde.

Traditionell aktiv statt active ESG

„Aktienkauf auf Höchststand lohnt sich“ schreibt Sven Lehmann von HQ Trust am 4. November auf Das Investment. Darin werden auch Tipps gegeben, wann man investieren sollte. **Mein Kommentar:** Bei grundsätzlich steigenden Märkten ist es „langfristig“ kein Wunder, dass man auch bei Höchststandskäufen gewinnt. Das kann man selbst sehr einfach auf www.portfoliovisualizer.com analysieren (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/kann-institutionelles-investment-consulting-digitalisiert-werden-beispiele/). Ich bin aber skeptisch, ob sich die Vergangenheit wiederholt und damit die Handlungstipps gut sind.

Viel interessanter ist dieser Beitrag: “Drawdown Measures: Are They All the Same?” nennen Olaf Korn, Philipp M. Möller und Christian Schwehm ihr Arbeitspapier vom November. Im Abstract ihrer auf Aktien fokussierten Analyse heißt es: “Our study shows that the choice of an adequate drawdown measure is vital to the assessment of investments because different measures emphasize different aspects of risk.” Und auf Seite 20 steht: “One of the simplest but rarely used measures – the average drawdown – shows the best results”. Und sie schlagen auch vor: “Apply additive combinations of risk and return measures instead of ratios.” Volatilität und Maße wie Expected Shortfall schneiden bei der Untersuchung nicht besonders gut ab (siehe auch http://prof-soehnholz.com/schwankungen-sind-tolerierbar-intransparenz-nicht/).

"What Really Explains the Poor Performance of Factor Strategies over the Last 3 years?" heißt ein Arbeitspapier von Daniel Aguet, Noel Amenc und Felix Goltz vom Scientific Beta vom September 2019, auf das Institutional Money hinweist. Auf Seite 3 steht: "In the last 3 years, the non-control of market beta exposure in a bull market context has prevented factor indices from benefitting fully from the important market risk premium." **Mein Kommentar:** Hinterher ist man immer schlauer. Die Anbieter von sogenannten Faktorproduktenhaben haben jedenfalls gut verdient (siehe auch http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/).

„Vermögensverwaltende Fonds auf dem Performance-Prüfstand" schreibt *Frank Milewski* am 7. November in cash-online. „Die vermögensverwaltenden Fonds konnten die positiven Marktentwicklungen nutzen und gute Renditen mit vermindertem Risiko erzielen", so Nicolai Bräutigam von der MMD Analyse & Advisory GmbH. Die durchschnittliche Wertentwicklung der Monate Januar bis September wird mit 9,76% angegeben. **Meine Meinung:** Was fehlt, ist eine passive Benchmark. So hätte eine 50/50 Mischung von Aktien und unverzinsten Anlagen in dieser Periode über 10% Rendite ergeben. Eine 50/50 Mischung von Aktien und Anleihen hätte sogar mehr als 16% Plus gemacht und das most-passive Weltmarktportfolio von Diversifikator hat in der Zeit nach Kosten von 1% p.a. fast 18% erreicht (siehe auch http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/).

"14 things we learned from Gene Fama's latest interview" zählt Robin Powell am 6. November auf Evidence Based Investor. Unter anderem wird Fama dort wie folgt zitiert: "We shouldn't be surprised that passive trumps active", "many "star" managers are really just lucky", "genuinely skilled stockpickers wouldn't work as fund managers", "much of the research into factors is down to the pressure to publish" und „people see bubbles where there are none".

"When saving is not enough – The wealth decumulation decision in retirement" nennt sich das Arbeitspapier von Pascal Kieren und Professor Martin Weber von der Universität Mannheim vom 31. Oktober 2019. In der Studie bzw. Befragung geht es um Präferenzen in Bezug auf Altersvorsorgezahlungen. Interessant: „We find significant demand for phased withdrawal products with equity-based asset allocations and flexible payout structures" (Abstract). Die Studie beinhaltet auch Angebotstypen- und Politikempfehlungen. So heißt es auf Seite 19: "Our findings highlight once more the importance and the demand for more flexible retirement solutions" (siehe dazu auch http://prof-soehnholz.com/private-altersvorsorge-rente-aktien/).

Auch kein Active ESG: Immobilien

Oscar Jorda und Kollegen haben im April 2019 im Quarterlay Journal of Economics „The rate of return on everything, 1870-2015" veröffentlicht (das Arbeitspapier dazu ist vom Dezember 2017). Im Abstract heißt es: "What is the aggregate real rate of return in the economy? Is it higher than the growth rate of the economy and, if so, by how much? Is there a tendency for returns to fall in the long run? Which particular assets have the highest long-run returns? We answer these questions on the basis of a new and comprehensive data set for all major asset classes, including housing. The annual data on total returns for equity, housing, bonds, and bills cover 16 advanced economies from 1870 to 2015, and our new evidence reveals many

new findings and puzzles." Und in der Zusammenfassung auf S. 1295: "Substantial diversification opportunities exist between risky asset classes, and across countries. Arguably the most surprising result of our study is that long-run returns on housing and equity look remarkably similar."

Are real estate stocks attractive for diversification? heißt ein Beitrag von Nicolas Rabener vom 11. November auf Factorresearch.com. Er stellt für die Zeit von 1990 bis 2017 höhere Renditen als Aktien in den USA und Japan, nicht jedoch in Europa, bei moderaten Korrelationen zu diesen fest. Das erklärt er durch einen Small Cap und einen Leverage Effekt. Er findet moderate Diversifikationsvorteile in Relation zu einem Aktienportfolio. **Mein Kommentar:** Small Cap und Leverage sind auch für direkte Immobilieninvestments relevant. Ich präferiere ein (diversifiziertes) Listed Real Estate Portfolio gegenüber meist wenig diversifizierten illiquiden Immobilieninvestments für die Portfoliodiversifikation (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/immobilien-auch-long-short-mit-overlays-und-nach-esg-kriterien/).

"Does our obsession with property make financial sense?" heißt der Beitrag von Joachim Klement beim Evidence based Investor Blog. Er verweist auf die Studie von Jorda et al. (s.o.) und schreibt: „In fact, from a behavioural perspective, the Anglo-Saxon obsession with owning your house might make perfect sense for two reasons": Illiquidität und Leverage führen zu relativ langen Haltedauern und zwingen zum Sparen.

„Klimawandel ist ein Immobilienrisiko" schreibt Patrick Eisele von Portfolio Institutionell am 11. November über „Emerging Trends in Real Estate Europe 2020 – Climate of Change", die die Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers (PWC) gemeinsam mit dem Urban Land Institute veröffentlicht hat. „Dem Klimawandel attestieren die befragten Entscheider in den nächsten 30 Jahren den größten Einfluss auf Immobilieninvestments. „Wir haben bei Umweltfragen einen Wendepunkt erreicht, denn rund ein Drittel der globalen Emissionen stammen von Immobilien. Darauf reagiert die Branche noch zu langsam", sagt Susanne Eickermann-Riepe, German Real Estate Leader bei PWC Deutschland." „Als konkrete Auswirkungen nannten die Investoren insbesondere höhere Investitionskosten (22 Prozent), höhere Betriebskosten (20 Prozent) und eine schnellere Abnutzung (18 Prozent)." Die Befragungsergebnisse kann man auf den Seiten 16/17 der Studie nachlesen. Auf den Seiten 20/21 findet man auch Einschätzungen zur zunehmenden Bedeutung von Proptech.

Wealthtech, Modellportfolios und Direct Indexing

Michael Kitces schreibt in seinem Blogbeitrag vom 4. November „The Latest In Financial Advisor #FinTech" wieder viel Interessantes. Dort heisst es u.a. "But the real significance of Schwab's rollout of fractional share trading may not just be an attempt to challenge Robinhood for young small-dollar-amount investors, but to eventually roll out a new Direct Indexing 2.0 solution that attempts to disrupt the entire mutual fund and ETF complex". Und auch interessant: "WiseBanyan was acquired by Axos Financial (which provides lending for single- and multi-family residential properties and small businesses), with what was reportedly only $153M of AUM after offering its services for free for nearly 6 years". Weiter: "Recommended models from Riskalyze's Autopilot Partner Store (of third-party asset managers provided suggested models) with Connected Trading also puts Riskalyze squarely in the realm of being a fullfledged Model Marketplace". "Pershing And Fidelity Expand Their Model Portfolio Capabilities For Advisors To Customize, Or Choose." **Mein Kommentar:**

Ich erwarte auch für Deutschland ähnliche Entwicklungen. Zu Direct ESG Indexing siehe http://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/ und zu Modellportfolios siehe http://prof-soehnholz.com/modellportfolio-robos-sind-besser-als-normale-robo-advisors/.

(Robo-)Greenwashing und mehr: News und Research zu ESG, CSR, Robo-Advisors etc. (11-2019)

Von (Robo-)Greenwashing spricht man, wenn Robo-Advisors bzw. Produktanbieter „grüner" erscheinen wollen, als sie wirklich sind. Dabei wird „grün" oft nicht nur auf ökologische, sondern auch auf soziale Aspekte und Unternehmensführung bezogen. Das Greenwashing-Risiko ist real, wie einige der folgenden ca. 20 News und Researchergebnisse zeigen.

Environmental, Social und Governance (ESG) Fundamentals: Greening statt (Robo-)Greenwashing

Immer noch zu wenig und falsche europäische Entwicklungshilfe: "CONCORD AidWatch has monitored and made recommendations on the quality and quantity of aid provided by EU member states and the European Commission since 2005. With the AidWatch publications, CONCORD members want to hold EU leaders accountable for their commitments to dedicate 0.7% of their Gross National Income to development assistance and to use this aid in a genuine and effective way" (Concord Aidwatch 2019 – Leaving no one behind, Time for implementation, S. 2). Zusammenfassend heißt es: "In 2018, investing €71.9 billion in Official Development Assistance (ODA) EU aid went down for the second year in a row – representing only 0.47% of the EU's combined GNI" (S. 5). Und das Geld wird auch nicht unbedingt richtig ausgegeben: „EU must better align ODA allocation and programming decision-making with evidence of high levels of poverty and inequality".

Sind private (digitale) Initiativen besser? So gibt es ein erfolgreiches "Startup that helps developing-nation farmers who are using green and ethical methods to earn more by linking them directly with food buyers around the world". Und "earlier this year, conservation group WWF launched a website that harnesses blockchain technology allowing users to scan a QR code on a product or menu revealing its full history and supply chain" ("Investors back global online market-place for ethical, green farmers" Michael Taylor von der Thomson Reuters Stiftung vom 19. November).

ESG und CSR: (Robo-)Greenwashing auch bei bekannten Marken?

Aber nicht alles Private ist auch gut: „Corporate Human Rights Benchmark 2019 Key Findings Across Sectors: Agricultural Products, Apparel, Extractives & ICT Manufacturing" der World Benchmarking Alliance vom November zeigt ein ziemlich trauriges Bild in Bezug auf viele der untersuchten Unternehmen. Dabei schneiden Lindt&Sprüngli, Starbucks, Kraft Heinz und Amazon, neben einigen anderen bei uns weniger bekannten Nahrungsmittelunternehmen, besonders schlecht ab (S. 17). Auch in den anderen untersuchten Segmenten gibt es bekannte Namen mit schlechten Ergebnissen in Bezug auf Menschenrechte.

Es ist gut für Geldanleger, wenn sie Unternehmen mit schlechter Corporate Social Responsability (CSR) vermeiden: Lowering Portfolio Risk with Corporate Social Responsability heißt der Beitrag von Elisabetta Basilico am 18. November bei AlphaArchitect über eine nicht frei zugängliche gleichtitelige Publikation von Clark, Krieger und Mauck. Ergebnis: "CSR is an important predictor of the likelihood of firms experiencing extreme returns"…. "A portfolio of stocks that excludes those predicted to experience extreme returns realized similar average returns (10.4%) compared to a value-weighted market portfolio (10.5%) with a much lower standard deviation (3% lower)". Zu CSR und ESG siehe auch http://prof-soehnholz.com/csr-und-esg-verantwortungsvolle-geldanlageangebote-fuer-mitarbeiter-und-kunden/.

ESG in Emerging Markets – Ansätze und Asset Manager Performance heißt eine Studie von Absolut Research (kostenpflichtig) vom Oktober über die Angebote europäischer Assetmanager, die ich nicht gelesen habe, aber die sicher interessant ist (denn sie ist ja von Absolut Research).

Auch bei Real Estate Investment Trust (REITS) sollten Anleger auf ESG achten: Etwas älter aber neu für mich ist „ESG and REIT Investment Strategies" von Scott Crowe, Eric Rothman und Uma Pattarkine von CentreSquare Investment Management vom Februar 2018. Sie stellen fest: "Using CenterSquare's proprietary ESG scoring system, we generated a Pure ESG Portfolio comprised of U.S. real estate securities that fall within the top quartile of ESG scores. For the period from 2005 to 2017, this Pure ESG Portfolio outperformed the REIT Index by 402bps on an annualized basis. Further, by undertaking the same approach on a "sector-neutral" basis, the Sector-neutral ESG Portfolio outperformed the Index by 355bps on an annualized basis over the same period." Zu ESG und REITS siehe auch http://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/

ESG-Daten und Voting/Engagement und ESG-Daten

„Buy" statt „Make" für ESG-Daten: Am 21. November heißt es auf finews.ch: RobecoSAM verkauft ESG-Rating-Sparte an S&P Global. **Mein Kommentar:** Die Konsolidierung der ESG-Datenanbieter geht weiter. Auch große und ESG-erfahrene Assetmanager müssen ESG-Daten nicht selbst erheben.

Bisher scheinen Stimmrechtsausübungen (Voting) und Engagement im ESG-Sinn noch nicht viel gebracht zu haben: „Hauptversammlungssaison 2019: BVI fordert von Unternehmen höhere Transparenz" ist der Titel der Pressemitteilung des Fondsverbandes vom 14. November. Dort heißt es: „Die Mehrzahl der großen börsennotierten Gesellschaften hält sich nicht an die Regeln einer guten Unternehmensführung. Besonders viel Börsenwert wurde im Jahr 2019 durch Missmanagement und Fehlentscheidungen vernichtet. Das ist das Ergebnis der Analyse der Hauptversammlungssaison 2019 auf Basis der Analyse-Leitlinien des BVI."

Zu Voting und Engagement siehe auch http://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/.

(Robo-)Greenwashing

Selbst Unterzeichner der Principles for Responsible Investing (PRI) sind bisher oft nur wenig nachhaltig: Asset Managers Say They're Into ESG. Their Product Descriptions Say Otherwise heißt der Beitrag von Amy White vom 14. November in Institutional Investor über eine US-Studie (kostenpflichtig) von Cerrulli. Dort steht: „funds that purported to factor ESG criteria into investment decisions only made up 4.5 percent of PRI signatory assets".

Eine britische Untersuchung ist noch expliziter und geht explizit auf (Robo-)Greenwashing ein: Smart Common-Sense Modern Investing hat im November mit "Greenwashing – Misclassification and Mis-selling of Ethical Investments" eine Analyse des britischen „ethischen" Fondsmarkt veröffentlicht. Dort steht u.a.: "Whether it is deliberate or accidental, clients who wish to satisfy their twin goals of return terms as well as having regard for the planet and society, are being taken advantage of in numerous ways" (S. 1). …"Clients should be able to decide fairly based on considered analysis, rather than emotive and misleading marketing" (S. 1). …."Investors should be given a fully transparent list of holdings, all costs and all details on ethical investment strategies" (S. 1)…. "Various ethical funds were found to be investing material amounts in tobacco, alcohol, gambling and defence stocks" (S. 2)…. "The average Ethical Equity mutual fund underperformed the market by 2.5% per annum over the three years to end June 2019 …" (S. 2, Details zur 3-Jahres-Analyse auf Seite 25). "It should also be noted that Fidelity states that it has integrated ESG into their overall investment. …. However, Fidelity also states that this leads to just 17 stocks worldwide being specifically excluded (cluster munitions and anti-personnel landmine companies) (S. 6). …"Government Bonds are being included in ethical funds or portfolios, and are effectively being classed as *"green"* by many managers" (S. 14). Diesbezüglich wird Kritik an den überwiegend aus Staatsanleihen bestehenden „nachhaltigen defensiven" Portfolios der Robo-Advisors Nutmeg, Wealthsimple (S. 15/16) und Moola von Mercer (S. 17) geübt. Und der Vanguard SRI European Stock Fund "had 5.7% of the fund invested in alcohol, gaming and defence stocks".

Zu Greenwashing siehe auch http://prof-soehnholz.com/weder-greenwashing-noch-greenbashing-kritik-an-flossbach-kritik/ und zu „grünen" Angeboten von Robo-Advisors siehe http://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/.

Traditionelle Investments: Kein (Robo-)Greenwashing aber besser passiv

Marktanomalien zu erklären bleibt schwierig: „Prospect Theory and Stock Market Anomalies" nennt sich das Arbeitspapier von Nicholas Barberis, Lawrence Jin und Baolian Wang vom Oktober. Im Abstract heißt es: "We present a new model of asset prices in which investors evaluate risk according to prospect theory and examine its ability to explain 22 prominent stock market anomalies". Auf Seite 4 steht: "We find that our model can help explain 13 of the 22 anomalies we consider". Das hört sich nicht sehr überzeugend an.

Fondsperformance zu erklären, scheint einfacher zu sein: "Passive, Active, … Whatever. Low costs drive superior stock-fund results, not indexing" schreibt John Rekenthaler am 15. November auf Morningstar.com. Der Beitrag liefert Zahlen, welche diese These untermauern.

Morningstar ist in Deutschland vor allem durch das Rating „aktiver" Fonds bekannt. Aber die Präferenz für passive Investments wird auch hier sehr deutlich: Most Arguments Against Index Investing Aren't Compelling schreibt Alex Bryan von Morningstar

am 22. November. Interessant ist vor allem Punkt 5 in dem es heißt: „Most active managers haven't offered much better downside protection than their respective Morningstar Category indexes over the trailing 15 years through July 2019"…. "While some active managers offer slightly better downside protection than their benchmarks, it's often partially because of the cash balances they keep on hand to meet redemptions. But rather than paying an active manager to hold cash, investors can do that themselves and just invest a little less in an index fund." In der Zusammenfassung steht: "While passive investing isn't perfect, it is not a bad idea to let the market work for you. The competition for market-beating performance is a zero-sum game, where the benefits largely accrue to the firms charging the fees."

Irgendein Krisenprophet wird irgendwann recht haben, aber wann und wer? "Top JPM strategist calls out 'Armageddonist' fund managers" schreibt Robin Amos am 13. November auf Citywire.co.uk. "JP Morgan measured the opportunity loss of investors switching from equities to fixed income at the time of some of their most bearish pronouncements since 2010." Anleger hätten demnach sehr hohe Opportunitätskosten gehabt, wenn sie nach 2008 den Prognosen der Experten wie Nouriel Roubini oder George Soros gefolgt wären.

Neues zu Alternatives

Das Risiko für eine neue Krise strukturierter Kreditprodukte (hier: Collaterized Debt/Loan Obligations) ist real: "Structured finance then and now: a comparison of CDOs and CLOs" heißt eine Studie der Bank for International Settlements vom 22. September, auf die mich mein aufmerksamer dänischer Kollege Jorgen Leschly hingewiesen hat. „The leveraged loan market has surged in recent years to roughly $1.4 trillion outstanding …. This rapid expansion has been accompanied by the securitisation of leveraged loans into CLOs. As of June 2019, over 50% of outstanding leveraged loans in US dollars and about 60% of those in euros had been securitised through CLOs." In dem Beitrag wird auf positive Unterschiede und negative Gemeinsamkeiten mit dem Markt kurz vor der Finanzmarktkrise 2017/2018 eingegangen. **Mein Kommentar:** Diese Zahlen beunruhigen mich, zumal ich gerade noch einmal „The Big Short" von Michael Lewis gelesen und „Das Märchen vom reichen Land" von Daniel Stelter gelesen habe.

Rohstoff(derivate)anlagen können attraktiv sein: "The Commodity Futures Risk Premium 1871 – 2018" von Geetesh Bhardwaj, Rajkumar Janardanan und K. Geert Rouwenhorst vom 18. September ergibt: "58% of the 230 commodities in the database recorded a positive buy-and-hold premium during their lifetime" (S. 16). Das Arbeitspapier geht auch auf Faktorstrategien ein.

Robo-Advisors, KI, hybride Kundenberatung und Direct (ESG) Indexing

Hybride Kombinationen von digitalen und menschlichen Services haben Zukunft: "Global Retail Banking 2019 – The Race for Relevance and Scale" heißt ein Bericht von Thorsten Brackert et al. von der Boston Consulting Group vom Oktober. Er enthält einige interessante Zahlen und Konzepte z.B. zum Erfolg neuer Wettbewerber bei Neukontoeröffnungen (S. 16) oder die Online- und Hybridberatungs-Akzeptanz durch Kunden (S. 9). Dazu siehe auch http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/

Künstliche Intelligenz (KI) ist für Robo-Advisors noch nicht wichtig: Wovon die Zukunft der Robo-Advisor abhängt heißt ein Beitrag von Lara Marie Müller von Mitte November bei Capital.de (Der Beitrag ist auf den 13. September datiert, aber das ist falsch). Die Zusammenfassung: „Künstliche Intelligenz spielt bei der automatisierten Geldanlage momentan noch keine große Rolle. Das könnte sich zukünftig ändern. Ob Robo Advisor die Bankberater der Zukunft werden, liegt aber stärker an den Banken selbst, als an technischen Innovationen". Neben Christian Ahlers, Finanzexperte beim Bundesverband der Verbraucherzentralen, wird dabei Dirk Söhnholz zitiert: „Der Honorarprofessor der Uni Leipzig beschäftigt sich seit Jahren mit Roboter-Beratern." Dem widerspreche ich nicht, siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/fintech-robo-advisor-investmentphilosophie-etf/ vom August 2014.

Direct (ESG) Indexing wird rein online aber auch hybrid angeboten: "Motif brings direct indexing to investors with as little as $10,000" schreibt Ryan W. Neal von InvestmentNews am 14. November (Motif ist ein innovativer US Robo Advisor). Dort heißt es u.a.: Ausgehend von einem S&P 500 Portfolio können Anleger maßgeschneiderte Portfolios so entwickeln: „by removing individual stocks or tweaking the allocation weightings as they see fit". Und "With no trading fees on the platform, Motif is offering Motif 500 completely free to investors." Und "Orion Advisor Services … makes direct indexing available to advisers." Für 0,5% pro Jahr gibt es in den USA jetzt auch Direct (ESG) Indexing für Kleinanleger: "OpenInvest, a competing digital platform, offers impact investing portfolios built using direct indexing for a minimum of $100".

Eric Clarke von Orion sagt: „Generally speaking, technology seems to be disintermediating the mutual fund and ETF providers." Neal schreibt auch: Fidelity is already giving advisers ESG portfolios built with direct indexing, and Schwab's support of fractional shares may open the door for its own direct indexing." Zu Direct ESG Indexing siehe http://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/ .

Auch in Deutschland tut sich digital kostenmäßig etwas: „Neue, besonders günstige Online-Broker – So können Anleger dank Technik Kosten sparen" schreibt Christoph Rottwilm am 18. November im Manager Magazin online mit Infos über die neuen Onlinebroker TradeRepublic, JustTrade und das neue Gratisbroker genannte Unternehmen.

Neues ESG Research und News zu Robo-Advisors und Wealthtech (12-2019)

Obwohl ich Umfragen zum Thema ESG, Beiträge ohne neue Fakten oder Meinungsäußerungen ohne neue Perspektiven nicht zitiere, finde ich jede Woche immer noch etwa 10 interessante ESG Research und Wealthtech Veröffentlichungen. Hier sind wieder mehr als 20 Links für die beiden letzten Wochen:

ESG Research und Umfeld

Erst jetzt gelesen: „Fossil fuels are underpriced by a whopping $5.2 trillion" schreibt Umair Irfan am 17. Mai bei Vox unter Verweis auf das IMF Arbeitspapier „Global Fossil Fuel Subsidies Remain Large: An Update Based on Country-Level Estimates" von David Coady et al. vom Mai 2019. Diese riesige Summe umfasst vor allem Opportunitätskosten durch nicht-

Bepreisung von CO2-Ausstoß. Dieser Absatz von Irfan ist auch interessant: “A huge chunk of foreign policy and military strategy for many countries involves protecting shipping lines for fossil fuels. The US military spends at least $81 billion a year protecting oil supplies. Meanwhile, there are no carrier groups defending wind turbine supply chains or a strategic silicon reserve for solar panels.”

“#whatif the 30 German stock market’s largest and most liquid companies would reach their current climate targets?” nennt sich der Report von right.based on science vom November 2019. Darin wird gezeigt, dass auch die “wertvollsten” deutschen Unternehmen noch sehr viel tun müssen, um akzeptable Klimaziele zu erreichen.

EU negotiators agree on sustainability taxonomy, approval still needed, schreibt Susanna Rust am 6. Dezember in IPE “subject to approval by the European Parliament and EU Council”. Welche Aktivitäten als grün gelten können (Atomkraft wegen „Do no significant harm“ nicht) wäre dann geklärt. Offen bleiben die kritischen Grenzwerte, die noch von einer Expertenkommission vereinbart werden müssen. **Mein Kommentar:** Das kann noch dauern und dann weiß man auch nur, wie viel Umsatz eines Unternehmens laut EU Taxonomie grün oder halbgrün ist. Kein ernsthaft an nachhaltigen Investments interessierter Anleger sollte mit der Umsetzung verantwortungsvoller Investments auf diese Einigung warten (siehe auch http://prof-soehnholz.com/nachhaltigkeitstaxonomie-der-eu-positive-aspekte-aber-insgesamt-enttaeuschend/).

Grosse Assetmanager und ESG Research

„Die größten Asset Manager scheitern daran, die Klimaziele zu erreichen“ heißt der Beitrag von Tim Habicht von Fundview am 27. November. „Laut einem Bericht des britischen Think Tanks InfluenceMap scheitern die 15 größten Asset Manager der Welt, die gemeinsam ein verwaltetes Vermögen von 37 Billionen US-Dollar haben, den Übergang voranzutreiben, der zur Unterstützung der Pariser Klimaziele erforderlich ist.“ Dabei schneiden amerikanische Anbieter schlechter ab als europäische.

Die volle Studie vom November findet manhier: Influence Map: Asset Managers and Climate Change: How the sector performs on portfolios, engagement and resolutions”. Positiv hervorgehoben in Bezug auf Klimaresolutionen werden u.a. Hermes Investment Management und Sarasin&Partner (S.4). Man kann den Ansatz von Influence Map kritisieren, z.B. die Bewertungen auf Seite 5, aber für den Start von Diskussionen ist er sehr hilfreich. Im Schnitt verfehlen die Portfolios der großen Geldmanager die Pariser Klimazielerreichung um ca. 18% (S. 14). Als Hauptgrund wird die Indexnähe der meisten Portfolios genannt. Nur 3 der 15 größten Assetmanager „have a clear and detailed strategy for engagement” (S. 19). Und Blackrock wird wieder als besonders schlecht beim Voting identifiziert (S. 23 und Detail zu Assetmanagern ab Seite 26).

Bereits zitiert am 16.11.: “Revealed: US asset management giants lead pro-climate proxy voting worst performers”. **Mein Kommentar:** Vielleicht sollten streng nachhaltige Anleger auf Produkte der besonders schlechten Asset Manager verzichten.

ESG Research mit Fokus auf Engagement, Voting und Aktivisten

„Amnesty zu Google: “historisch einmalige Macht” heißt ein Kommentar vom 21. November von AFP Agence France-Presse bei CSR News. „Die Menschenrechtsorganisation Amnesty International hat Internetgiganten wie Facebook und Google vorgehalten, mit ihrem Geschäftsmodell die Menschenrechte zu bedrohen. Die „Geschäftsmodelle der unbeschränkten Überwachung und Datenausbeutung” solcher Konzerne seien unvereinbar mit dem Recht auf Privatsphäre und informationelle Selbstbestimmung, heißt es in dem am Donnerstag veröffentlichten Amnesty-Bericht “Surveillance Giants”.

Auch sogenannte Profi-Aktivisten haben nur begrenzten Erfolg. „Do Activists Create Value?“ fragt Nicolas Rabener von FactorResearch am 25. November beim CFA Institut online. “Just as the number of firms targeted by activists has remained flat, so too has the AUM of activist hedge funds”. Und in Bezug auf die Rendite: “Since 2009, they’ve underwhelmed investors, even on a risk-adjusted basis”. Siehe dazu auch http://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/.

ESG Research zu passiven Investments

Hortense Bioy von Morningstar schreibt am 5. November über Challenges and Solutions for ESG in Passive Investment – Morningstar’s Responses to UNPRI Survey auf Morningstar.com. Der Beitrag enthält gute Ideen, z.B. diese: “Passive managers need to find innovative ways of influencing companies and other investors. For example, writing public letters, producing thematic thought leadership papers, and making policy advocacy work more visible could help circumvent the issue of acting in concert”.

Socially responsible investing and next generation set to drive growth in Islamic finance heißt es am 3. Dezember auf Institutional Asset Manager. **Mein Kommentar:** Passive responsible geht auch mit ETFs, siehe das Islamic ETF Portfolio von meiner Firma Diversifikator, dass im April 2016 gestartet ist.

ESG Research zu Ratings

„FvS Research Institute vergleicht ESG-Ratings: Es gibt deutliche Abweichungen“ heißt der Beitrag von Maximilian Märkl am 8. November 2019 bei Citywire online. **Mein Kommentar:** Diese Studie, die offenbar mit aggregierten ESG Ratings durchgeführt wurde, bringt nichts Neues. Andere sind da schon weiter, siehe https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533 (siehe http://prof-soehnholz.com/esg-ratings-direct-indexing-etc-research-und-news/2/ vom 15. September).

“MSCI to make company ESG ratings publicly available” schreibt Susanna Rust am 25. November bei IPE online. **Mein Kommentar:** Schön für Interessenten an nachhaltiger Geldanlage: Nach YourSRI und Arabesque ist das schon der dritte bekannte Anbieter kostenloser (aggregierter) ESG-Ratings.

ESG Research zur Performance

Nicolas Rabener von Factorresearch.com stellt im 26. November in seinem ESG-kritischen Beitrag Why pension funds & millenials should avoid ESG fest: “an equal-weighted index of ESG ETFs would have slightly underperformed either benchmark index since 2005”. **Mein Kommentar**: Ich habe bessere Erfahrungen mit ESG- bzw. SRI ETF-Performances gemacht,

und zwar sowohl in Rückrechnungen seit 2007 als auch in echter Performance seit 2015, siehe www.diversifikator.com.

Für Emerging Markets sieht es noch besser aus, wie man z.B. hier sieht: In The Impact of ESG Investing in Emerging Market Equities von Candriam vom November steht auf Seite 2: "Persistent result: The Candriam ESG Eligible Universe outperformed the broad index in gross terms in ten out of eleven years." Und auf Seite 11 heißt es: "The study also determined that an ESG-based downgrade could be a predictor of negative excess returns over the long term; that is, for horizons of more than one year after a company was removed from the list of sustainable companies."

Die gute aber unterschiedliche Performance von nachhaltigen Schwellenländer-Indizes sieht man auch in einer Grafik der DWS in „Enormer Nutzen" von William Nordhaus im ETF Magazin vom 3. Dezember auf S. 33.

ESG-Strategien für Aktieninvestments in Schwellenländern – Ansätze und Performance europäischer Asset Manager ist der Titel des Beitrages von Michael Busack und Hendrik Schlimper von Absolut Research GmbH im BAI Newsletter vom Dezember auf den Seiten 25 bis 30. Die Autoren stellen ähnliche Renditen von Emerging Markets ESG und traditionellen Strategien aber mit niedrigeren Drawdowns fest. Aber: „Auch unter nachhaltigen Managern variiert die erzielte Performance stark und insbesondere die Art und Weise der Umsetzung des nachhaltigen Investmentstils unterscheidet sich von Anbieter zu Anbieter."

Neues zu Robo Advisors und Wealthtech

Assets managed by robos up 10% so far in 2019 to $283 billion schreibt Ryan W. Neal von InvestmentNews am 4. Dezember über eine neue US Studie der Aite Group. Obwohl das Wachstum geringer als im Vorjahr ist, hat Aite eine weiterhin positive Erwartung für Robo Advisor Assets. Das gilt aber vor allem für die Robos von großen traditionellen Anbietern wie Vanguard oder Discountbrokern wie Charles Schwab. Treiber dieser Entwicklung ist laut Aite die Migration von „digitally viable assets — one-quarter of the assets in accounts with less than $1 million" zu Robo Advisors. Die Prognose für Startups ist dagegen relativ schlecht: „Startups account for 16% of digital assets, or $45 billion. The five biggest companies — Betterment, Wealthfront, Personal Capital, blooom and Acorns — collectively manage 89% these assets." Aite erwartet, dass der Marktanteil der Startups in den nächsten fünf Jahren auf etwa 5% zurückgeht.

Why Sallie Krawcheck made a plea for ‚divorce' from unnamed ‚investors' as her Ellevest startup approaches its sixth birthday schreibt Oisin Breen am 2. Dezember auf RIABiz. Ellevest ist ein Beispiel für einen mit viele Hype und Venture Capital gestarteten Robo-Advisor mit Fokus auf Frauen, der trotzdem noch ziemlich klein ist.

Acceptance of robo-advisors: Effects of financial experience, affective reactions, and self-enhancement motives nennt sich das Arbeitspapier von Christoph Hohenberger, Chaiwoo Lee und Joseph F. Coughlin vom 30. Juli. Sie zeigen auf Basis einer Befragung von über 600 US-Amerikanern, wie man Robo-Advisors erfolgreicher gestalten kann.

„Deutsche Banken kontern Gratis-Broker mit höheren Preisen" schreibt Christian Kirchner am 26. November bei finanz-szene.de und erwähnt auch den neuen deutschen Gratisbroker.

Neues zu traditionellen Investments

In „Einmalanlage schlägt Cost Averaging – in fast jeder Hinsicht" schreibt Ali Masarwah von Morningstar am 3. Dezember bei Morningstar.de eine Zusammenfassung der Ergebnisse der Studie "Dollar-Cost Averaging: Truth and Fiction" von Oren Kaplan, ebenfalls von Morningstar. „Sparpläne sind als Investmentstrategie nicht empfehlenswert. Auch wenn Vertriebe das so genannte Cost-Averaging oft als überlegene Form des Wertpapiersparens anpreisen, sind Einmalanlagen zu bevorzugen." Nachvollziehbar: Bei grundsätzlich steigenden Märkten verdient derjenige mehr, der den gesamten Anlagebetrag gleich am Anfang investiert. Doch Kaplan zeigt, dass auch die Schwankungen von Einmalinvestments tendenziell geringer sind und erklärt das auch, u.a. mit der geringeren Pfadabhängigkeit. Masarwah weist aber auch auf die psychologischen Vorteile von ratierlichen Investments hin.
When equity factors drop their shorts ist ein Arbeitspapier von Robecos David Blitz, Guido Baltussen und Pim van Vliet vom 26. November. "This paper makes a breakdown of common equity factor strategies into their long and short legs, and finds that (i) most added value tends to come from the long legs, (ii) the long legs of factors offer more diversification than the short legs". … "We also challenge recent claims that the value and low-risk factors are subsumed by the new Fama-French factors." (Abstract) Analyisert wird die Zeit von 1963 bis 2018 bzw. 1990 bis 2018 für internationale Märkte. **Mein Kommentar:** Interessant, dass auch für relativ aktuelle Perioden eine theoretische Outperformance von einfachen Long-Only Faktorstrategien identifiziert wurden, die Assetmanager aber bisher in der Realität meist nicht geliefert haben.

„Fast geschenkt – ETFs für die großen Märkte sind heute so preiswert wie nie zuvor; damit werden sie zur ernsthaften Konkurrenz für Futures" schreibt Thorben Lipper am 3. Dezember im ETF Magazin auf den Seiten 25-27. Darin gibt es auch einige Zitate von mir.

Traditionelle Investments: Neues zum Thema Asset Allokation

„Aktienportfolio schlägt risikolose Anlage" heißt es bei Das Investment am 29. November unter Verweis auf eine Studie des Leibniz-Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) im Auftrag des Verbraucherzentrale Bundesverbands (VZBV). „Demnach würden Verbraucher selbst bei einem reinen Aktienportfolio in 93 von 100 Fällen mehr Vermögen erzielen als mit einer risikolosen Anlage wie in Bundesanleihen." Und „Im Mittelwert bringt eine reine Aktienstrategie eine rund dreimal so hohe Rente wie eine risikolose Anlage in Anleihen". **Mein Kommentar:** Wenn das Wort risikolos nicht wäre, fände ich das Ergebnis nachvollziehbar (Das kann man ähnlich und kostenlos auf Portfoliovisualizer selbst nachvollziehen). Das sollte keine Investmentprofi in Zusammenhang mit Anleihen nutzen.

„Spezialfondsanalyse: Institutionelle Investoren – Mit größerer Vielfalt zum Ziel" schreibt Markus Neubauer am 25. November bei IPE über eine Analyse seiner Universal Investment. Demnach liegen die Rentenanteile aktuell bei 43,3% und Aktien bei 23,4%, was ca. 33% für andere Anlagen übrig lässt. **Mein Kommentar**: Das entspricht ungefähr der Allokation des Weltmarktportfolios (WMP) von Diversifikator, wobei die „anderen Anlagen" der deutschen Spezialfonds eher anleiheähnlich sind und die „Alternatives" des WMP eher aktienähnlich, was zumindest einen Teil der erheblich besseren Performance des WMP gegenüber Spezialfonds erklärt.

Auch US Publikumsfonds und Pensionsfonds verfolgen ähnliche um Alternatives „erweiterte“ Aktienquoten, wie eine Analyse von John Rekenthaler von Morningstar vom 3. Dezember zeigt: Comparing Asset Allocations: Fund Investors Versus Pension Plans.

ESG International: Neues zu China, Islamic Finance, Impact etc. (1-2020)

Seit dem letzten ESG Researchbeitrag vom 9. Dezember sind schon wieder über 40 interessante Beiträge zu ESG aber auch Asset Allokation, Risikomanagement, Wealthtech etc. erschienen, die ich im Folgenden kurz zusammenfasse und teilweise kommentiere.

ESG International: Realwirtschaft und Finanzierungen

China’s green future nennt Itamar Manes seinen Beitrag am 12. Dezember auf China.org.cn. Er endet so: “China’s efforts in transitioning and maintaining the global standard for active participation and commitment to global climate governance will hopefully raise the bar for the rest of the world, and lead to a sustainable green future.”

In der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 7.12. steht dagegen auf Seite 22: „Die Kohle ist zurück – China kehrt ab von seiner Vorreiterrolle“. „China produziert mehr schädliche Emissionen als Amerika und Europa zusammen.“ Und „Seit Jahresanfang hat das Land Kohlekraftwerke mit einer Leistung von rund 43 Gigawatt errichtet – also genau so viel, wie in Deutschland insgesamt am Netz sind.“ … „Während die Investitionen in erneuerbare Energien in der ersten Jahreshälfte 2017 noch umgerechnet rund 70 Milliarden Euro betragen haben, waren es in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres weniger als die Hälfte dieses Wertes.“ **Mein Kommentar:** Weil China kein ausreichend gutes “Rule of Law“ hat, wird das Land bei den ESG Aktienportfolios von Diversifikator ausgeschlossen (siehe http://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/).

Banks and investors against the future schreiben Greig Aiken und Jacey Bingler am 5. Dezember auf banktrack.org. Sie präsentieren “New research identifying the top financiers and investors behind the expansion of the world’s coal plant fleet”. … “Over the past 3 years, financial institutions have channeled US$ 745 billion to companies planning new coal power plants,” said Heffa Schuecking, director of Urgewald.” BNP Paribas, die sich in Deutschland als führender Anbieter nachhaltiger ETFs positioniert, gehört mit US$ 4.3 billion zu den Top 5. Greig Aitken from BankTrack commented: “This shows how insufficient the climate policies still are at the vast majority of banks. While leading European banks like BNP Paribas and Barclays rule out direct project financing for new coal plants, these institutions continue to provide corporate loans to companies that are pushing forward new coal plants.” “The world’s largest investor in coal plant developers is the US-based investment giant BlackRock, which holds bonds and shares valued at US$ 17.6 billion in 86 coal plant developers. Next in line are Japan’s Government Pension Investment Fund (US$ 17.4 billion) and the US investment managers Vanguard (US$ 12.4 billion) and Capital Group (US$ 9 billion).” **Mein Kommentar:** Bei ESG ETF-Portfolios kommt man ohne solche Banken kaum aus. Allerdings habe ich dieses Jahr einen ETF von ishares aus dem Portfolio genommen, weil Blackrock zudem auch schlechtes Umwelt-Abstimmungsverhalten zeigt (s. https://www.investmentweek.co.uk/news/4006495/revealed-us-asset-management-giants-lead-pro-climate-proxy-voting-worst-performers).

ESG International: Politik und Regulierung

„PRI: 3,1 bis 4,5 Prozent Wertverluste durch Klimarisiken“ schreibt Tim Büttner am 9. Dezember bei Portfolio institutionell und verweist auf diese interessante neue Studie der Principles for Responsible Investing (PRI): Inevitable Policy Response vom Dezember 2019. „Fünf Sektoren sind am stärksten Betroffen: Die Energiewirtschaft, der Automobilsektor, die Stromversorger, Mineralstoffe und Bergbau sowie die Agrarwirtschaft. Während die Energiewirtschaft komplett negativ betroffen ist, zeichnen sich hinsichtlich der anderen Branchen große Diskrepanzen zwischen Gewinnern und Verlierern ab.“

Ziel des PRI Reports: “This work takes the macro and sector level outcomes of the Inevitable Policy Response Forecast Policy Scenario (FPS) and models the impact of these on the iShares MSCI ACWI ETF constituents if repricing occurred today, using a company “bottom up” approach. Auf Seite 6 steht: “Some primary sectors will be pure losers or winners: Mean company valuations in the energy sector fall by 33%. Within other sectors there is large variation across companies, for example, 80% of impacts in the utilities sector lie between -62% to 41% of current valuation. Many companies likely to succeed in the green upside are not listed in the common indices.” Auf Seite 7 werden die Limitationen der Studie aufgezeigt. **Mein Kommentar:** Der Ausschluß der „schlechten“ Segmente aus Geldanlageportfolios wird der Anlegerrendite also wohl kaum schaden.

In Europa gibt es weitere neue Regulierungen “on sustainability-related disclosures in the financial services sector”, die am 9. Dezember im Office Journal of the European Union veröffentlicht wurde (Quelle Investabel vom 10. Dezember). Artikel 3: Financial market participants (also vor allem Vermögensverwalter und Assetmanager, Versicherungen und Altersversorger) und Finanzberater “shall publish on their websites information about their policies on the integration of sustainability risks in their investment decision-making process”. Hinzu kommt “Transparency of adverse sustainability impacts at entity level” (Artikel 4) und Produktniveau (Artikel 7), “Transparency of remuneration policies in relation to the integration of sustainability risks” (Artikel 5), “Transparency of the integration of sustainability risks” (Artikel 6), “Transparency of the promotion of environmental or social characteristics in pre-contractual disclosures” (Artikel 8), “Transparency of sustainable investments in pre-contractual disclosures” (Artikel 9), “Transparency of the promotion of environmental or social characteristics and of sustainable investments on websites” (Artikel 10), “Transparency of the promotion of environmental or social characteristics and of sustainable investments in periodic reports” (Artikel 11). Diese Regulierung soll ab März 2021 gelten. **Mein Kommentar:** Wer soll denn das alles lesen und systematisch vergleichen? So viel Transparenz kann leicht zu Intransparenz durch Information Overload führen. So versuche ich mit Diversifikator voll transparent zu sein. Das Diversifikator Buch hat dadurch aber schon fast 250 Seiten und die Webseite ist viel zu voll.

ESG National: Deutsche Politik und Regulierung

Handelsblatt Business Briefings Nachhaltige Investments vom 13. Dezember von Susanne Bergius. **Mein Kommentar:** Diese Beilage ist immer lesenswert. Dieses Mal gefällt mir besonders: „Finanzakteure und Berater in der Pflicht“ (S. 2ff) aber auch „Unfähige Treuhänder“ (S. 6) und „Sustainable Finance – Lobby ausgebremst“ (S. 9ff) sowie „Farce im Bundestag“ (S. 12), die ich so ähnlich auch schon selbst erlebt habe.

Selbst Gerhard Schick von der Finanzwende äußert sich kritisch zur geplanten Finanztransaktionsteuer (SZ vom 13.12.2019).

Alternative Investments

Immobilien – Betongold-Aktien als eigene Asset-Klasse nennt sich der Beitrag von Christian Röhl vom 11. Dezember bei CapInside. „So liegt die Korrelation zwischen dem MSCI World und dem MSCI Real Estate Index seit 1995 nur bei 0,68 und ist zuletzt sogar unter 0,60 gesunken – während die meisten anderen Sektoren Werte zwischen 0,8 und 0,9 aufweisen, die einen ziemlich starken Gleichlauf signalisieren". **Mein Kommentar:** Das Real Estate ESG Portfolio von Diversifikator hat ein Beta von 0,36 zu globalen Aktien und das Listed Infrastructure ESG Portfolio 0,43 (siehe www.diversifikator.com). Das spricht für Diversifikation mit Immobilien- und Infrastrukturaktien. Leider hat eine solche Diversifikation in der Krise 2007/2008 das Risiko nicht gesenkt. Aus Renditegesichtspunkten sind diese Marktsegmente aber trotzdem sehr interessant.

Private Real Estate Fund Categories: A Risk/Return Assessment wurde von Mitchell Bollinger und Joseph Pagliari am 12 Dezember veröffentlicht. Sie finden für geschlossene Fonds mit höheren Risiken (value add und opportunistisch): "Every subperiod produced a negative alpha — including the holding periods that concluded before the GFC" (Global Financial Crisis). Sie haben aber keine klare Antwort auf ihre Frage: "Why do so many institutional investors allocate their real estate capital to them?"

Thirty years after Jensen's Prediction Is Private Equity A Superior Form of Ownership? von Peter Morris und Ludovic Phalippou vom November 2019 wird auf Seite 23 so zusammengefaßt: "Until 2006, private equity as a whole seems to have given investors net excess returns of about three percentage points per annum over many public equity benchmarks. Since 2006, this outperformance seems to have fallen to about zero." … "some of private equity's outperformance may reflect an asset allocation decision to smaller companies rather than manager skill".

Hedge Fund Alpha: Cycle or Sunset? von Rodney N. Sullivan vom 5. Dezember zeigt, dass Hedgefonds seit der Finanzkrise 2008 keine besonders attraktive Performance eingebracht haben. Zudem zeigen sich mit relativ einfachen Faktoranalysen insgesamt negative aktive Managementeffekte. **Mein Kommentar zu diesen drei Studien**: Institutionelle Anleger bzw. ihre Berater finden es gut, wenn geringe Korrelationen zu traditionellen Anlegen bestehen, selbst wenn das vor allem auf seltenen Bewertungen basiert.

Risikoanalyse von Fonds

The Morningstar Factor Profile: A New Lens for Analyzing Funds schreibt Ben Johnson von Morningstar am 10. Dezember 2019. Genutzt werden Yield, Momentum, Quality, Volatility und Liquidity zusätzlich zu den bisherigen Style (Value/Growth) und Size Faktoren aus der Morningstar Style Box. In Using Morningstar's New Factor Profiles erklärt John Rekenthaler von Morningstar am 20. Dezember das neue Faktoranalysetool der Fondsanalysefirma. **Mein Kommentar:** Diversifikator bietet seit 2016 eine frei zugängliche Faktoranalyse für seine Fonds an. Das sollten andere Portfolioanbieter auch machen. Und: Morningstar sollte auch Faktoranalysen für Anleihe- und Mischfonds anbieten, wie das auf http://www.portfoliovisualizer.com schon lange möglich ist. Siehe auch:

Active Fixed Income Illusions lautet der Titel des Arbeitspapiers von Jordan Brooks, Tony Gould und Scott Richardson von AQR Capital Management vom 19. November. Aus dem Abstract: "Across a broad set of popular active FI categories, we find that passive exposures to traditional risk premia (especially exposure to credit risk) explain the majority of FI manager active returns". Und "traditional active FI strategies may significantly reduce the strategic diversification benefit of FI as an asset class".

Viele passive und aktive Fonds nutzen Wertpapierleihen. Aber Wertpapierleihe ist weniger harmlos als behauptet, heisst es am 27.12. bei Institutional money.com. In dem Beitrag werden Argumente von Scott Nisbett des Fondsanbieters Baillie Gifford aufgeführt, u.a.: „ein Teil der Einnahmen aus der Wertpapierleihe fließt gar nicht in das Sondervermögen, stattdessen streichen die Asset Manager die Erträge für sich ein. Obendrein verlangen die Fondsmanager von ihren Anlegern sogar noch eine Gebühr dafür, dass sie die Sicherheit, auch Collateral genannt, auswählen und verwalten." Er kritisiert auch, dass „über wichtige Fragen, die die Zukunft eines Unternehmens betreffen, nicht die eigentlichen Eigner mitentscheiden, sondern die kurzfristigen Ausleiher". Ausserdem „könne die Gegenpartei pleitegehen und sich die Sicherheit als nicht so werthaltig erweisen, wie gedacht". **Mein Kommentar:** Anleger sind zwar in Scharen von synthetischen zu physischen ETFs gewechselt, aber die Wertpapierleihe wurde selten öffentlich kritisiert.

Benchmarks

The Market Is No Benchmark. Here's Why. "A long-term investment strategy can't be properly assessed using a short-term metric" schreibt Sarah Newcomb von Morningstar am 9. Dezember. "The best benchmark is your own, personalised financial goal." **Mein Kommentar:** So weit würde ich nicht gehen, denn dann wären Anbieter nur schwer zu messen. Aber natürlich ist die individuelle Zielerreichung sehr wichtig, auch wenn ich wenig von Goals Based Investing halte, siehe http://prof-soehnholz.com/fuehrt-goal-based-investing-zu-niedrigeren-aktienanlagen-und-besseren-beratungsergebnissen/).

Erst jetzt gelesen: Passive in Name Only: Delegated Management and "Index" Investing von Adriana Robertson vom September 2018. Robertson schreibt, dass in den USA die meisten Indizes nur von einem bzw. sehr wenigen Fonds bzw. ETFs genutzt werden. Ihr Fazit: "Far from being "passive," my findings indicate that index investing is better understood as a form of delegated management, where the delegee is the index creator rather than the fund manager" (Abstract). Viele der im Beitrag enthaltenen Tabellen sind interessant. **Mein Kommentar:** Ich vermute, dass das bei den in Deutschland angebotenen Fonds auch so ist.

Dass Kontrolle nötig ist, zeigt sich auch hier: Does Past Performance Matter? The Persistence Scorecard nennt sich der Bericht von Berlinda Liu und Philip Brzenk von S&P Dow Jones Indices vom Dezember. „This report's results show that, irrespective of asset class or style focus, few fund managers consistently outperformed their peers." Just 8% of domestic equity funds remained in the top quartile in the three-year period ending September 2019." **Mein Kommentar:** Viele Zahlen, aber leider ohne Vergleich mit passiven Benchmarks (zu Benchmarks siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/).

Chasing Your Own Tail (Risk), Revisited, heisst der Beitrag von Ashwin Thapar, Lars Nielsen, Daniel Villalon von AQR vom 19. November. Dort werden verschiedene

Risikomanagementmodelle miteinander verglichen. Die passive 60/40 Allokation schneidet dabei bezogen auf die letzten 8 Jahre sehr gut ab. Risikomanagement mit Derivaten hätte ca. 2% Rendite pro Jahr gekostet. Die beste Rendite/Risikorelation hätte die Nutzung von defensiven Aktien wie Infrastruktur ergeben aber auch die Beimischung von Trendfolge oder risikoparitätischen Portfolios wäre nicht schlecht gewesen.

Fondsperformance ist nicht Anlegerperformance

In Fonds-Trading verhagelt Anleger-Performance von Matias Möttölä von Morningstar steht am 16. Dezember: „Eine Untersuchung des Investment-Verhaltens europäischer Fondsanleger zeigt, dass hektisches Hin und Her suboptimale Renditen zur Folge hat. Das gilt für Rentenfonds sogar stärker als für Aktienfonds. Bei alternativen und Allokationsfonds hätte „Trading" aber zu positiven Anlageergebnissen geführt und günstigere bzw. weniger volatile Fonds wurden weniger gehandelt.

Measuring Risk Preferences and Asset-Allocation Decisions: A Global Survey Analysis heisst der Beitrag von Andrew Lo, Alexander Remorov und Zied Ben Chaouch vom Januar 2019. "We use a global survey of over 22,400 individual investors, 4,892 financial advisors, and 2,060 institutional investors between 2015 and 2017 to elicit their asset allocation behavior and risk preferences. We find substantially different behavior among these three groups of market participants" (Abstract). Auf Seite 28 steht: Consistent with common intuition, individual investors are by far the most risk averse, whereas institutional investors are the least risk averse. …We observe significant heterogeneity among individual investors in terms of their asset allocation decisions. Using a clustering algorithm, we classify investors into five distinct types: passive investors (about 35% of respondents); extrapolators (27% of respondents); risk avoiders (19% of respondents); optimistic investors (11% of respondents); and contrarians (about 8% of respondents)".

Passend dazu: Are professional investors prone to behavioural biases? Von Larry Swedroe vom 27.12.. Er verweist u.a. auf eine aktuelle Studie von Mehran Azimi vom Oktober 2019: Are Professional Investors Prone to Behavioral Biases? Evidence from Mutual Fund Managers. Swedroes Antwort: "The body of evidence makes clear that institutional investors are subject to at least some of the behavioural errors attributed to individual investors. Among these biases are home bias and overconfidence." **Mein Kommentar:** Es gibt noch weitere relevante Studien z.B. Herdenverhalten von institutionellen Altersversorgungseinrichtungen, siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/passivrisiken-sind-regulatoren-schuld/).

Wealthtech

Hipster versus Quant – wie anwendbar ist maschinelles Learning von Bernd Scherer vom 17. Dezember fokussiert auf Portfoliomanagementanwendungen und ist interessant, gut lesbar und ausgewogen kritisch. **Mein Kommentar:** Ich bleibe bei der Meinung, dass einfache „most passive" Portfolios wie die von Diversifikator auch von Maschine Learning Ansätzen nur schwer zu schlagen sein werden (siehe http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/).

Algorithm Aversion in Financial Investing nennt sich der Beitrag von Maximilian Germany und Christoph Merkle vom Juli 2019. Im Abstract steht: "The tendency of humans to shy away from using algorithms even when algorithms observably outperform their human

counterpart has been referred to as algorithm aversion. We find no sign of algorithm aversion: Investors care about returns, but do not have strong preferences which intermediary obtains these returns. Contrary to what has been suggested, investors are also not quicker to lose confidence in the algorithm after seeing it err. However, we find that investors are unable to fully separate skill and luck when evaluating either intermediary." **Mein Kommentar**: Wenn Anlegern klar wäre, dass einfache Algorithmen wie Finanzindizes komplexe Algorithmen und „aktive" Fondsmanager nicht nur wegen niedrigerer Kosten meist outperformen, würden Sie wohl einfache gegenüber komplexen Algorithmen präferieren.

Exploring Relationships Between Technology Use and Time Spent in the Financial Planning Process von Meghaan Lurtz, Derek T. Tharp, Kate Mielitz, Michael Kitces und Allen Ammerman datiert vom 7. Mai 2019. Im Abstract steht: "Surprisingly, in many cases, use of technology is associated with an increase rather than a decrease in time spent within various stages of the financial planning process. These results suggest that although technologies may provide efficiencies in completing certain tasks, these efficiencies do not necessarily result in net reductions in time spent within the financial planning process."

With Robinhood pacing the new norm, Interactive Brokers outpaces Schwab in race to give RIAs free fractional-share trades schreibt Oisin Breen am 18. Dezember auf RiaBIz. Im Text heisst es u.a. "DriveWealth was first to the fractional party; it's been offering free fractional trades since Oct. 2017". Durch kostenloses Handeln von Aktienbruchstücken könnte ein Trend verstärkt werden: Registrierte Investmentberater (RIAs) zeigen schon jetzt "increasing appetite for managing cheaper model portfolios of stocks instead of index-linked funds or ETFs" (siehe auch http://prof-soehnholz.com/modellportfolio-robos-sind-besser-als-normale-robo-advisors/).

Schwab set to launch 'shoe-that-dropped' subscription retirement income robot that acts like a virtual annuity and produces ‚predictable' paycheck schreibt Brooke Southall am 20. Dezember bei RIABiz. "More than half of our existing digital advice clients are over the age of 50" schreibt Schwab. Der neue Service hat ein "real-time digital dashboard that will enable investors to view their portfolio, make recurring withdrawals and hit their withdrawal goal, with the ability to forecast and make changes based on income needs. Live support from Schwab is available 24/7 year-round." Schwab Intelligent Income soll monatlich 30 US Dollar kosten. Fondsmanager und Robo-Advisors, die abhängig von angelegten Volumina bezahlt werden, haben dagegen Anreize, Anlegergelder zu behalten und nicht, Anlegern kontinuierlich Geld zurückzuzahlen.

ESG International: ESG Ausschlüsse, Engagement und Performance

SEB schickt Portfolios in Entziehungskur steht am 12. Dezember bei Fondsprofessionell online. Konkret: SEB Invest verbannt Verarbeiter von Tabak und nichtmedizinischem Cannabis aus seinen Fonds. **Mein Kommentar:** Jetzt ist Diversifikator mit dem Cannabisausschluß nicht mehr alleine.

Erst jetzt gelesen: Ruth Wallis schreibt im April 2018 für die Principles for Responsible Investing: How ESG Engagement creates value for investors and companies. Dabei erfolgt eine Strukturierung aber keine Quantifizierung von möglichen Einflüssen.

Eine kritische Analyse von in diesem Blog zum Teil schon zitierten Performancestudien gibt es von Radovan Vojtko und Matus Padyšák am 13. Dezember auf Quantpedia mit „Quant's Look on ESG Investing Strategies". In der Zusammenfassung heisst es. „The popularity gaining ESG scores can be suitable for profitable investing or lowering the risk".

Positiver ist: Nachhaltige ETFs – Indexkonzepte und Anlageperformances heisst der neue (kostenpflichtige) Report von Absolut Analyse. Danach konnten alle ESG Strategien von Juni 2012 bis Oktober 2019 eine Outperformance gegenüber traditionellen Indizes erreichen. Dazu wurde über 60 nachhaltige Aktien ETFs analysiert.

Passive ESG-Rentenfonds: Kleiner Markt, große Wachstumsperspektiven ist von Jose Zarate von Morningstar vom 13. Dezember 2019. Dort steht unter anderem „Ende November 2019 verwalteten in Europa 36 passive ESG-Anleihefonds elf Milliarden Euro". Und „Die Zeichen sind ermutigend, zumal die grundlegenden Eigenschaften von ESG-Varianten von Indizes ein Bias hin zu qualitativ höherwertigen Emittenten zeigt." **Mein Kommentar:** Im ESG ETF-Portfolio von Diversifikator werden solche schon seit Ende 2015 sehr erfolgreich ESG ETFs genutzt.

ESG controversies wipe $500bn off value of US companies heisst es in der Financial Times (Paywall) am …..Konkret: "Quarrels involving environmental, social and governance (ESG) issues have wiped more than $500 billion off the value of large US companies over the past five years, according to an analysis by Bank of America."

YourSRI hat den ESG-Marktbericht Investmentfonds & ETFs –Deutschland Ausgabe 2019 herausgebracht, den es auch für Österreich und die Schweiz gibt. Dort findet man auch den Nachhaltigkeitskompass Für Stiftungen, Ausgabe 2019 vom Juni. **Mein Kommentar:** Ich habe nicht viel Neues in diesen Reports gefunden. Im Stiftungskompass steht aber auf Seite 35, dass es ganz wenige ESG+Impact Mischfonds für Stiftungen gibt. Hier ist so ein Fondskonzept: http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/.

ESG International: Impact Investing und Islamic Finance

SDG Impact Measurement – A Brief Overview of Providers, Methodologies, Data and Output von meinen Kollegen aus der Sustainable Investing Kommission der DVFA Christoph Klein und Rupini Rajagopalan bringt einen sehr guten (auch tabellarischen) Überblick über 12 Anbieter die Unternehmen und Anlegern dabei helfen können, Impact und SDG-Alignment zu prüfen. Wenig überraschend: "We find that there is a high diversity of methodological approaches to assess SDG impact either from a company level or portfolio level."

Sustainable, responsible, and impact investing, and islamic finance. Similarities and differences lautet der Beitrag von Usman Hayat vom CFA Institut von 2019. Zusammenfassend heisst es auf Seite 12: "SRI investing and Islamic finance seek to meet the financial needs of customers, perform well financially, and offer better outcomes for society and the environment than conventional finance. The two, however, have core markets in different parts of the world, and there are some conceptual differences between them."

Growing Importance of Islamic Finance and Islamic FinTech schreibt Syed Musheer Ahmed am 12. Dezember bei Medici. "Though a relatively new segment of FinTech, there has been

strong growth in FinTech solutions and the use of digital offerings by Islamic banks." Fintech-Details werden aber noch nicht genannt, sondern es wird auf einen künftigen Beitrag verweisen.

ESG International: Greenwashing-Risiko und Konsequenzen für Fondsanbieter

NNIP warnt „Gutes Gewissen"-Anleger vor Greenwashing steht bei Fondsprofessionell online am 23.12. Sogenannte „"Transition Bonds" beziehungsweise „Übergangsanleihen" oder auch „ESGorientierte Anleihen" …. sind allerdings kein Fortschritt, sondern erhöhen die Gefahr von Greenwashing, warnt NN Investment Partners (NNIP). Das Etikett „Übergangsanleihe" könnte die Tür öffnen zu Sektoren, Unternehmen und Geschäftspraktiken, die weder jetzt noch in Zukunft nachhaltig sind". **Mein Kommentar:** Das sehe ich auch so.

In ESG: How do fund selectors cut through the greenwash of gradualism? (Part 1) zeigt Jon Beckett am 13. August bei InvestmentEurope am Ende des Beitrages eine (un)schöne Grafik zu vielfältigen Greenwashingmöglichkeiten.

Konsequenzen für Berater

John Rekenthaler von Morningstar schreibt am 13. Dezember: The Great Investment Industry Roll-Up Gradually, its inefficiencies are being competed away." For several decades now, the leading financial advisors have redefined their practices. Once, they selected stocks; then they found mutual funds; then they built portfolios. Now, increasingly, they leave even much of the portfolio construction to others, borrowing from outside models. Along the way, they have adopted broader views of their roles, serving as overall guides for their clients. Those changes make sense."

ESG IN ALLER MUNDE, ABER ETF-ANBIETER KÖNNTEN VIEL NACHHALTIGER SEIN (1-2020)

ESG in aller Munde: In den ersten Wochen von 2020 wurde besonders viel über ESG geschrieben. Gleich zu Beginn wurde Blackrock für seine Bekenntnis zu verantwortungsvollen Investments gelobt. Meiner Ansicht nach könnte Blackrock aber noch viel mehr tun (siehe unten). Außerdem wurde das Thema in Davos diskutiert (auch dazu habe ich interessante Quellen aufgeführt). Ich habe mir seit dem letzten Researchblog fast drei Wochen Zeit gelassen. Das HR-Info-Interview zum Thema ESG war nicht aufwändig. Dafür habe ich 8 neue nachhaltige Modellportfolios für die Deutsche Wertpapiertreuhand entwickelt (News dazu siehe z.B. bei Fundview oder Fonds Professionell). Außerdem hat der Markttest für den von mir mit entwickelten Impact+ESG Fonds der Von der Heydt Bank begonnen (siehe hier). Hier sind wieder mehr als 30 Informations- und Researchquellen mit den Schwerpunkten ESG, Wealthtech und Robo-Advice:

ESG in aller Munde, aber Unternehmen und Privatleute tun noch viel zu wenig

Es gibt noch sehr viel zu tun: The Oil and Gas Industry in Energy Transitions – Insights from IEA analysis heißt eine neuer 165seitiger Bericht der internationalen Energieagentur. "So far, investment by oil and gas companies outside their core business areas has been less than 1% of total capital expenditure" (S. 7). **Mein Kommentar:** Das ist erschreckend, gerade weil

“There is a lot that the industry could do today to reduce the environmental footprint of its own operations” (S. 8).

Passend dazu: Grüne Welle: Frisches Geld gegen den Klimawandel in Fondsprofessionell online vom 6. Januar enthält mehrere Grafiken. Die zu erneuerbaren Energieinvestments weltweit finde ich besonders interessant, denn sie zeigt, dass diese seit Jahren bestenfalls stagnieren.

The Net-Zero Challenge: Fast-Forward to Decisive Climate Action vom World Economic Forum und der Boston Consulting Group vom Januar 2020 enthält neben der Erkenntnis “Progress on climate action to date has been limited” (S. 5) zahlreiche interessante Beispiele von guten Aktionen von Unternehmen.

Nicht nur Unternehmen sind gefordert nach Financial Times: So much for flying shame und Bloomberg: Air-travel passenger demand has more than doubled this century and topped 4 billion in 2018 (in „Four Billion People a Year Are Now Getting There by Air“ von Richard Stubbe am 14. Januar, Paywall).

Aber auch Kunden, die sich Lufthansa Flüge leisten, tun sich schwer: Lufthansa: Sehr wenige Kunden nutzen Angebot der CO2-Kompensation heißt es am 9. Januar 2020 von AFP Agence France-Presse.

Dieses Mal gefällt mir der Beitrag auf Seite 2ff im Handelsblatt Business Briefings Nachhaltige Investments vom Januar von Susanne Bergius und Ingo Narat besonders gut: „Solides Klimareporting gemäß TCFD erwartet“. Dort ist auch dieser Hinweis zu finden: „So hat die Universität Augsburg im Sommer ein kostenfrei nutzbares Werkzeug zum Klimarisikomanagement namens » Carima lanciert (siehe August-Ausgabe 2019). Ebenfalls kostenlos ist das 2018 veröffentlichte interaktive » Pacta-Tool der 2Grad-Investing Initiative.“ Aber **Wasser** sollte auch nicht vernachlässigt werden: Responsible Investor Research und Credit Suisse haben gerade den interessanten Investors and the Blue Economy Report herausgebracht. Dennis Fritsch und seine Kollegen arbeiten zurecht intensive nicht nur am Thema Luft- sondern auch Wasserqualität. Zu den Haupterkenntnissen gehört: „Interest in sustainable Blue Economy investments is high among investors but industry expertise is low.” Wasser wird ein immer wichtigeres Thema aber Asset Manager und institutionelle Investoren haben sich meist noch nicht mit dem Thema beschäftigt. „The sectors believed to harbor the best investment opportunities are: climate change mitigation and adaptation (mostly via marine renewables), tackling marine plastic (and other) pollution, alongside supporting sustainable fisheries and aquaculture” (S. 7).

Dazu passend: Water-related violence rises globally in past decade schreibt der Guardian am 31. Dezember.

ESG in aller Munde: Zunehmendes und günstiges Angebot

Die Principles for Responsible Investments beschäftigen sich auch mit Asset Allocation. Dazu gibt es ein erst jetzt von mir gelesenes Arbeitspapier vom September 2019 mit dem Titel „Embedding ESG Issues into Strategic Asset Allocation Frameworks“. Darin werden einige quantitative prognosebasierte Allokationsmodell grob auf ESG Tauglichkeit intersucht. **Mein**

Kommentar: Zu kompliziert: Es wäre besser, passive ESG ETF-Portfolios (siehe www.diversifikator.com) als Benchmark zu nehmen.

Nachhaltige ETFs und Indexfonds: Angebot rauf, Kosten runter heißt es am 16. Januar in Institutional Money online über einen Bericht von Scope. Demnach gibt es inzwischen fast 150 nachhaltige ETFs und die Kosten sinken. „Ein Vergleich der derzeitig günstigsten ESG-Produkte auf der Aktienseite mit den aktuell günstigsten konventionellen, auf denselben Indexanbieter abstellenden ETF ergab keine signifikanten Kostennachteile.“ Der Beitrag bringt eine Übersicht über die größten Anbieter und die meist genutzten Indizes (siehe auch http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/). Interessant ist, wie weit oben Solactive steht.

European Passive ESG Bond-Fund Landscape: Small Market Ripe for Rapid Expansion heißt ein Bericht von Jose Garcia-Zarate Morningstar vom Dezember 2019. Darin steht u.a. “ESG is not at odds with performance. Broad ESG bond indexes have shown similar risk/return characteristics to parent indexes.”

What a Difference an ESG Ratings Provider Makes! Von Feifei Li und Ari Polychronopoulos, von Research Affiliates vom Januar 2020. In der Zusammenfassung steht: ESG portfolios constructed using the ratings of two well-known ESG ratings providers yield large performance dispersion and low correlation of returns. The differences are even greater at the individual ratings level for environmental, social, and governance scores. S. 3: no single public source or directory offers a comprehensive overview of data providers. Aber Verweis auf SustainAbilty und SRIO Connect als Quellen (S. 4). S. 13: even “robust methodologies can assign different ratings to the same company, but that hurdle alone should not prevent investors from considering or adopting an ESG strategy. We believe that investors should instead study the various ESG ratings providers’ methodologies to select the provider whose ratings align more closely with the investor’s own views on ESG.” **Mein Kommentar:** Wettbewerb der Ratings und ratingbasierten Portfolios ist gut. ***Das ist besser als einheitlich falsche Kreditratings.***

ESG in aller Munde: Aber Fondsselektoren und Berater sind trotz guter Renditen weiter zurückhaltend

ESG Investing in Recent Years: New Insights from Old Challenges heißt eine Studie von Amundi vom Dezember 2019. Amundis Antwort auf die Frage, ob sich ESG-Investments rechnen lautet vereinfacht zusammengefasst: Grundsätzlich ja, aber nicht immer, nicht in jeder Form und nicht überall.

How expensive are ESG Stocks? Fragt Nicholas Rabener am 12. Januar bei All About Alpha und erstellt einige interessante Statistiken. Er schließt mit dieser Bemerkung: “Given the immense interest in ESG, it is natural for investors to question if a valuation bubble is forming. However, the amount of assets allocated directly to ESG strategies in the US is still negligible and highly ranked ESG stocks are not trading at abnormally high valuations, especially when compared to Growth stocks.”

Weniger als einer von zehn Fondsselektoren hält ESG beim Fondskauf für wichtig schreiben Maximilian Märkl und Chris Sloley am 20. Januar bei Citywire online unter Verweis auf eine internationale Umfrage von CoreData.

Florian Wicki von Finews.ch schreibt am 13. Januar: Falko Paetzold: «ESG ist den Kundenberatern zu kompliziert“. Der Gründer und Managing Director am Center for Sustainable Finance and Private Wealth der Universität Zürich spricht u.a. darüber, wie schwer sich Banken mit nachhaltigen Angeboten tun.

ESG in aller Munde aber nicht im Herzen? Der Fall Blackrock und warum Indexanbieter sehr wohl „schlechte“ Unternehmen ausschließen könnten

Sustainability as BlackRock’s New Standard for Investing ist der Titel des Briefes, den der Chef des größten Vermögensverwalters der Welt, Larry Fink, und sein Führungsteam an ihre Kunden geschrieben haben. Der Kundenbrief und der CEO-Brief haben viel mediale Aufmerksamkeit erreicht. Es lohnt sich, sie genau zu lesen. Blackrock agiert wohl vor allem Kundengetrieben (siehe Briefanfang), ist aber inzwischen sogar von ESG überzeugt „Our investment conviction is that sustainability-integrated portfolios can provide better risk-adjusted returns to investors”.

Mein Kommentar: Gut finde ich, daß nachhaltige zu Standardlösungen werden sollen und “we are committed to offering these sustainable solutions at fees comparable to traditional solutions” und auch “We intend to double our offerings of ESG ETFs over the next few years (to 150)”. Schwach ist, daß noch nicht einmal perspektivisch aus der Kohlefinanzierung ausgestiegen wird: “we are in the process of removing from our discretionary active investment portfolios the public securities (both debt and equity) of companies that generate more than 25% of their revenues from thermal coal production”. Unternehmen, die unter 25% Kohleanteil haben, können also in den Portfolios bleiben, auch wenn sie sehr groß sind und damit einen sehr schlechten CO2 Fußabdruck haben. Als konsequenter Ausschluss werden nur kontroverse Waffen in den „aktiven Portfolios“ in dem Brief genannt. Unklar ist mir, ob das riesige Alternativesgeschäft von Blackrock auch dazu gehört oder nicht.

In Larry Finks Brief an CEO heißt es “Last year BlackRock voted against or withheld votes from 4,800 directors at 2,700 different companies”. Meines Wissens sind das prozentual ziemlich wenige echte Gegenstimmen in Bezug auf die gesamten Stimmrechte von Blackrock, die Gesamtzahl der Abstimmungen und ihre Zustimmungen und Enthaltungen. Von möglichen Divestments wird in dem Brief gar nichts geschrieben. Ich denke, dass Blackrock mit diesem Brief kaum einen Manager erschreckt.

Indexanbieter könnten viel mehr für die Nachhaltigkeit tun

Am 23. Januar war ich auf einer interessanten Veranstaltung von Skytop Strategies zum Thema Shareholder Activism & Engagement in Germany bei Heuking Kühn Lüer Wojtek. Alle Sprecher sagten, dass Anbieter von passiven Produkten nur wenig für nachhaltige Investments tun können, da diese Indizes möglichst exakt nachbilden müssen und deshalb kein Divestments sondern „nur“ Voting und Engagement nutzen können. **Mein Kommentar:** Das stimmt nicht. Erstens können Produktanbieter und (Groß-)Anleger entscheiden, welchem Index bzw. Regelwerk sie folgen. Das könnte auch ein neuer nachhaltiger Index mit vielen harten Ausschlüssen, strengen Anforderungen an E, S und G separat und Best-in-Universe Ansatz sein (Beispiel siehe http://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/). Zweitens ist „volle Replikation“ nur eine von mehreren Indexreplikationsmethoden. Beim Sampling, bei dem eine kleinere Zahl von Wertpapieren so selektiert wird, dass diese

repräsentativ für den Index ist, könnten auch nur streng nachhaltige Wertpapiere selektiert werden, ohne dass man zu stark vom Index abweichen müsste. Bei der synthetischen Nachbildung eines Index kann man sich sogar grundsätzlich ganz vom Indexnachbau lösen und die Gegenpartei könnte auch „verantwortungsvoll" anlegen. Außerdem können Indexfondsanbieter die Wertpapierleihe beschränken, vor allem die davon abhängigen Stimmrechtsnutzungsrechte, um nachhaltige Akzente zu setzen.
Meine Meinung: ***Voting und Engagement sind die beliebtesten „verantwortungsvollen" Investmentmethoden traditioneller Anbieter, denn dafür müssen sie ihre Portfolios nicht ändern. Voting und Engagement bringen aber meistens kaum nennenswerte Veränderungen.***

Es geht auch noch ohne ESG: Traditionelle Investments haben auch Tücken

Is Active Investing Doomed as a Negative Sum Game? A Critical Review hat Geoff Warren am 2. Januar bei AlphaArchitect veröffentlicht. **Mein Kommentar:** Interessante Analyse, aber ich stimme dem Autor nicht komplett zu. Meines Erachtens gibt es weltweit genug Evidenz gegen Outperformance von aktivem Management, siehe auch http://prof-soehnholz.com/passive-asset-allokationen-sind-besser-als-aktive/.

Can active fund managers be replaced with Exchange Traded Funds? fragt Jeffry Haber im Global Journal of Business Research in 2019. Das ist eine der wenigen Analysen, die zeigen soll, dass aktive Fondsmanager besser sind als ETFs.

Alpha, Beta & the Endowment Model nennt sich der 2019er Beitrag von Michael Karris von Endowbridge Capital. Interessant ist die Tabelle auf Seite 4 bei der man sieht, dass bis auf die Jahre 2000 und 2001 von US Universitätsstiftungen keine Outperformance gegenüber einer einfachen passiven 70/30 Aktien/Anleihen Asset Allocation erreicht werden konnte.

Viele Aktien alleine garantieren noch keine Diversifikation steht in Institutional Money online am 6. Januar über eine interessante Analyse von Maximilian Kunz von HQ Trust. Kunz sagt: „Die Aktienmärkte von China, Korea, der Schweiz sowie den USA sind am wenigsten gleichverteilt. Es besteht also potentiell die Gefahr, dass die Performance dieser Indizes von wenigen Aktien dominiert wird." **Meine Frage:** Bedeutet das auch, dassGleichverteilung (1/N) bei einem vergleichbaren Risiko konzentriertere Portfolios als Kapitalisierungsgewichtung ermöglicht (siehe auch http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/? Dazu habe ich noch keine Untersuchungen gesehen.

Auch keine neue Erkenntnis aber es ist immer wieder gut, wenn man daran erinnert wird: The distribution of stock market returns von Joachim Klement auf Klement on Investing vom 16. Januar schreibt über die Nicht-Normalverteilung von Aktienmarktrenditen.

Here's Why You Should Rebalance: Keep your portfolio's risks in check with this one simple trick. Von Adam Millson und Jason Kephart von Morningstar vom 21. Januar ist keine neue Erkenntnis, aber immer wieder interessant zu lesen, wie Multi-Asset Rebalancing maximale Verluste und Wertaufholungsperioden reduzieren kann.

Trend-Following and Spillover Effects von Philippe Declerck vom Oktober 2019 steht in der Zusammenfassung auf Seite 16: "It seems that typical trend-following within asset classes

(the first-round effect of trend-following) dominates for short lookback periods. Gradually, first-round effects fade away, and second-round effects (trend-following spillover between asset classes) pick up." Die 10-12 Monatsperiode für Aktien schneidet nicht schlecht ab (S. 21). "At the asset class level, the strongest time-series spillover effects are from Bonds to Equities and from Equities to FX: Bonds positively explain Equities and Equities negatively explain FX. However we do not find any evidence of either Equities or FX explaining Bonds." (siehe auch http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/).

Weltbank findet Verschuldung in Schwellenländern beängstigend, Fondsprofessionell online vom 6. Januar mit Verweis auf die Neue Zürcher Zeitung.

Beware Strategies That Fall Down on Good Data von AllocateSmartly vom 13. Januar wird aufgezeigt, dass die interessanten langen Zeitreihen von French ab 1926 nur mit erheblichen Abschlägen in Investmentportfolios umgesetzt werden können. Viele andere Studien nutzen solche Daten aber ohne Adjustierungen für Backtests.

ESG in aller Munde: Wealthtech mit und ohne ESG

FT Partners hat im Januar The Rise of Challenger Banks – Are the Apps taking over? veröffentlicht. Der detaillierte Bericht enthält sehr viele interessante Informationen.
Dazu passend: Robo Advisor lays out ambitious banking plan schreibt Tobias Salinger am 5. Dezember auf American Banker online über Wealthfront.

Top Trends in Wealth Management 2020 nennt sich ein neuer Report von Capgemini von Ende 2019. Interessant: Trend 1 heißt „Sustainable Investing ist redefining asset management". Ich finde auch „hyperpersonalized services" (Trend 4) interessant als Gegensatz zu standardisiertem Robo-Advice.

Personalized Robo-Advising: Enhancing Investment through Client Interaction von Agostino Capponi, Sveinn Olafsson und Thaleia Zariphopoulou: In der Zusammenfassung auf S. 38 steht: "We find that clients placing emphasis on investment performance (i.e., low regret) are more suitable for robo-advising, while clients seeking \peace of mind" through a high level of delegation (i.e., low frequency of interaction), as well as clients with unstable risk preferences, are less suitable for robo-advising."

Big-Data-Bullshit: Wenn die Maschinen spinnen… in Fondsprofessionell online vom 7. Januar verweist auf einige Beispiele künstlicher Dummheit, die Redakteure des Wissenschaftsmagazins P.M. zusammengestellt haben.

The Latest In Financial Advisor #FinTech von Januar 2020 von Michael Kitces enthält wieder einige US Beispiele, die sich meiner Meinung nach künftig in Deutschland „wiederholen" könnten: Im Abschnitt „Invesco Acquires RedBlack Rebalancing Software As Asset Managers Vertically Integrate FinTech For Model Portfolio Distribution" geht es um die zunehmende Bedeutung von Modellportfolios. Im Absatz "Pershing Emulates Envestnet By Integrating Fee-Based Annuities Into Its Managed Accounts Platform As Annuities For (Hybrid) RIAs Heat Up" warden Vanguard und Dimensional Fund Advisors als erfolgreiche Beispiele genannt, die "have built their success in the advisor channels by not paying advisors compensation to sell their funds but instead trying to offer RIAs a high-quality product that

RIAs will ‘want’ to sell in order to get paid advisory fees by their clients instead.” Und im Abschnitt “Trizic Rebrands To ‘Harvest’ Alongside $12M Of Venture Capital To Scale Up Robo-For-Advisors In The Bank Channel” schreibt Kitces u.a.: “while robo-advisors-for advisors have continued to languish as a platform for independent advisors, the outlook is positive for Harvest to expand its growth in the bank channel.” Und in “Schwab Launches ‘Robo For Retirement Income’ To Replicate Advisor Value-Add For Tax-Sensitive Retirement Distribution Planning” steht: “the line between where a ‘robo-advisor’ ends and highly scaled- technology-augmenting human advice begins is getting blurrier and blurrier.” In “How A Spurned Vanguard Triggered The Drop To Zero Commissions And May Spawn The Next Wave Of Advisor FinTech Innovation.” schreibt Kitces: “ZeroCom itself is now shifting how those dollars are being spent, spurring a rise in various ‘model marketplaces’ as asset managers pay rebalancing and trading platforms in revenue-sharing dollars for assets that flow into their models (which are typically comprised at least in part by the asset manager’s own underlying ETFs or mutual funds).”

Am 9. Januar wurde Islamic FinTech: Rise of the Digital Age bei Go Medici veröffentlicht. In der Einleitung steht: According to the IFN FinTech’s research, there are over 130 Islamic FinTechs globally as of October 2019 …. Indonesia, Malaysia, the UAE, the United Kingdom, and the United States are the major hubs where these startups are based.

Banking goes digital: The adoption of FinTech services by German households von Moritz Jünger und Mark Mietzner vom März 2019: S. 8: We discover that 31% of our survey respondents could imagine moving away from a traditional provider to a FinTech, indicating that these new providers are able to take significant market share from incumbents. One of the driving factors behind the shift of market share toward FinTechs is due to better customer satisfaction through better service offerings” und weiter “However, from a customer perspective, using these highly specialized services often requires a certain amount of financial expertise, which is one reason households with higher levels of financial knowledge are more likely to switch to FinTechs. On the other hand, our results show that the price of a financial service is not usually a criterion for a decision between traditional credit institutions and FinTechs, which highlights that the convenience aspect is a more important differentiator for customers than prices.”

Digital Financial Advice Solutions – Evidence on Factors Affecting the Future Usage Intention and the Moderating Effect of Experience von Johannes Gerlach und Julia Lutz vom November 2019 zeigen in einer wegen der vielen Abkürzungen schwer zu lesenden Studie eine großes Potential für Robo-Advice in Deutschland, vor allem in Form von „hybriden“ und „parallelen“ Angeboten, also digitalen Angeboten zusätzlichen zu klassischen Angeboten und/oder mit Beratungsunterstützung (S. 24).

ESG UND PASSIV: MÄCHTIGE INDEXANBIETER UND NEUES RESEARCH (2-2020)

ESG und passiv: In den letzten drei Wochen habe ich wieder etwa 30 interessante neue Researchbeiträge entdeckt zu Environmental, Social und Governancethemen (ESG) und Impactinvestments aber auch Asset Allokation, Aktienperformance, der Macht von ETF- und Indexanbietern, Immobilien und Wealthtech. Am Ende dieses Beitrages findet sich zudem 5 Neuigkeiten in eigener Sache.

ESG und passiv: Auf den ersten Blick sehr gute ESG Performance

Unternehmen, die besonders gut tun, sogenannte „Purpose Pledger“, sind oft „schlechter“ als andere Unternehmen, siehe MSCI ESG Research: 2020 ESG trends to watch von Linda-Eling Lee, Meggin Thwing Eastman und Ric Marshall vom Januar 2020 auf S. 24.

Sorry, but Your ESG Funds Probably Suck schreibt Cullen Roche am 30. Januar in seinem Blog Pragmatic Capital. Er kritisiert einen Bloomberg Artikel in dem angeblich herausgefunden wurde, dass zahlreiche ESG Fonds ihre Benchmarks schlagen. Das Problem: „the Bloomberg article benchmarks them all incorrectly“. **Mein Kommentar:** In den letzten Jahren haben aber passive ESG bzw. SRI Indizes ihre direkt vergleichbaren traditionellen Benchmarks meist geschlagen (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/).

Morningstar sollte benchmarken können, deshalb liest sich diese Nachricht gut: Mutual Funds That Rank High on Sustainability Are Outperforming the Market (Leslie Norton, Barron’s, 17. Januar 2020). Was nicht in der Überschrift steht: Diese „nachhaltigen“ Fonds liegen im Schnitt nennenswert unterhalb der Rendite passiver Benchmarks.

Panos Seretis, Zoltan Nagy und Ric Marshall von MSCI ESG Research haben im Februar ESG investing in emerging markets veröffentlicht. Sie stellen fest, dass ESG Indizes höhere Renditen aufweisen als ihre vergleichbaren traditionellen Indizes.

Auch den Carbon Risk Faktoransatz kann man als passiv charakterisieren: “we develop a novel capital market-based measure, “carbon beta”, which is easy to calculate and requires only one firm specific input: stock returns. Carbon beta is designed to capture firms’ sensitivities to an unexpected change in the transition process towards a green economy. … Investors can assess the carbon risk in their portfolio and make portfolio allocation decisions to change their exposure to carbon risk. We show that this is possible without hurting performance or industry and factor allocations” (Carbon Risk von Maximilian Görgen et al. vom 24. Juni 2019: S. 20/21).

Divergierende ESG Ratings und starke Geldzuflüsse

Nicht überraschend: “Using ESG ratings from six different information intermediaries, we document that the average correlation between the total ESG ratings from the six different providers is about 0.46” (Gibson 2020, S. 22). Das muss für Renditen aber interessanterweise nicht unbedingt schlecht sein: “For the environmental rating, we observe a positive relationship between rating disagreement and stock returns (s. S. 23 in ESG rating disagreement and stock returns, Rajna Gibson et al. vom Januar 2020 vom European Corporate Governance Institute).

Für 2019 schreibt Morningstar: “Estimated net flows into open-end and exchange-traded sustainable funds that are available to U.S. investors totaled $20.6 billion for the year” (s. hier.) Schon im Oktober hieß es bei Morningstar für die USA: About 70% of ESG Flows Into Passive Funds. Aber: „After posting inflows of $40.2 billion in 2018, U.S. equity funds saw net outflows of $41.3 billion in 2019. Most of the outflows came from investors heading out the door of actively managed U.S. stock funds, which saw $204.1 billion of net withdrawals,

while passively managed funds had net inflows of $162.7 billion (s. hier). Zusammenfassend: Aktive Aktienfonds verzeichnen starke Abflüsse, aber nachhaltige Fonds starke Zuflüsse, davon ca. 70% in ETFs.

Ohne Nachhaltigkeit geht bei Fonds (fast) nichts schreibt Hortense Bioy am 11.02.2020 auf Morningstar.de: „Wie unsere Absatzschätzungen zeigen, gingen Nachhaltigkeitsfonds im Jahr 2019 rund 120 Milliarden Euro netto zu. Das entspricht knapp 36 Prozent der Gesamt-Investitionen in europäisch domizilierte Fonds in Höhe von 336 Milliarden Euro."

Ganz interessant ist auch ESG Investing Comes of Age von Jess Liu von Morningstar, die die ESG- Entwicklung seit 1971 beschreibt.

Voting, Engagement und Impact-Investments: Mehr als ESG und passiv

Stock performance study shows companies should take environmental and social factors seriously von Pippa Stevens vom 7. Februar 2020. Sie kommentiert eine neue Studie: "Societe Generale looked at the impact of "high ESG controversy" events on stock performance, and found that two thirds of the time shares underperformed the broader market by an average of 12% over the subsequent 2 years." Aber: Insgesamt wurden nur 80 Fälle seit 2005 gefunden bzw. analysiert, davon 12, auf welche die Underperformance zutraf.

In Is Exclusion Effective? heißt es in der Zusammenfassung auf Seite 9: "This article critically examined the various arguments for how exclusion might have a positive impact in the longer run. Since all arguments appear to be shaky, we conclude that it is questionable whether exclusion policies accomplish anything meaningful in the real world. In fact, rather than excluding firms, investors may well achieve more by exerting influence as an active shareholder, through voting and engaging with firms." **Mein Kommentar:** Interessant finde ich, dass Angebot und Nachfrage offenbar keinen Einfluss auf Aktienkurse haben sollen und niedrigere Aktienkurse eher unwichtig sein sollen. Das habe ich von aktiven Investmentmanager auch schon anders gehört. Der Beitrag ist für Robeco untypisch „unquantitativ". Vielleicht liegt das daran, dass man für die Argumente der Autoren wenig unterstützende Zahlen findet? (siehe auch http://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/).

Ausschlüsse sind vielleicht aber doch nicht so schlecht: "The exclusion approach is the only method that outperforms both the equal and market-capitalization weighted benchmarks across all rating categories". Interessant: Mein Gewichtungsfavorit Gleichgewichtung zeigt meist bessere Renditen als Kapitalisierungsgewichtungen (Kaiser/ Schaller in Environmentally (Un-)Friendly Portfolio Construction, S. 53 und 47).

Wer Fakten zu Impactinvestments sucht, wird hier fündig: GIIN Global Impact Investing Network: The State of Impact Measurement and Management Practice, 2. Auflage, Januar 2020: "This report captures data from 278 impact investors collected via a survey distributed between July and September 2019. Respondents answered questions about how they measure, manage, and report their impact." (S. 1). Interessant: Bisher erfolgen nur 2% der Impact Investments in liquide Aktienportfolios (S. 18; siehe auch http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

Dieser Beitrag ist ziemlich theoretisch-mathematisch: Oehmke, Martin und Opp, Marcus M., A Theory of Socially Responsible Investment CEPR Discussion Paper vom Januar 2020. In der Zusammenfassung (S., 33) heißt es: „From a normative perspective, it states that, if, as a society, we want responsible investors to have impact, their mandate needs to be broad."

Kapitalanlagen generell inclusive ESG und passiv

Für all diejenigen, die nicht an voll effiziente Kapitalmärkte glauben (das müssten mindestens alle diejenigen sein, die an aktives Management glauben), kann ich diesen Beitrag empfehlen: Meir Statman, Behavioral Finance – The Second Generation, CFA Institute Research Fundation 2019. In der Zusammenfassung steht auf S. 167: "The second generation of behavioral finance rejects not only the second premise of Miller and Modigliani, that investors are immune to cognitive and emotional errors on their way to the utilitarian benefits of the wealth. It also rejects that first premise, that the wants of investors are confined to wealth and its utilitarian benefits." Und auf S. 168: "People construct portfolios as described by behavioral portfolio theory, where people's portfolio wants extend beyond the utilitarian benefits of high wealth and low risk to expressive and emotional benefits, such as those of sincere social responsibility and high social status." …"Markets are not efficient in the sense that price always equals value in them, but they are efficient in the sense that they are hard to beat." … S. 169: "This book offers vests of knowledge about the behavior of investors, both professionals and amateurs, including wants, shortcuts, and errors, and about the behavior of financial markets."

Viel kürzer, aber auch sehr lesenswert sind die „Zehn Gründe, warum aktives Investieren schlecht funktioniert" von Gerd Kommer vom 7. Februar (siehe auch http://prof-soehnholz.com/passive-asset-allokationen-sind-besser-als-aktive/).

Und hier eine aktuelle Analyse die zeigen soll, dass seit 1994 keine Persistenz von Outperformance aktiver Manager mehr gefunden werden kann: Choi, James J. and Zhao, Kevin, Did Mutual Fund Return Persistence Persist? January 2020. NBER Working Paper No. w26707 (kostenpflichtig).

Traditionelle Aktieninvestments: Lehren für ESG und passiv

Diese Nobelpreisträger glauben noch an Outperformance: Eugene Fama und Kenneth French haben im Januar ein neues Arbeitspapier mit dem Titel „The Value Premium" herausgegeben. Im Abstract steht: „Value premiums, which we define as value portfolio returns in excess of market portfolio returns, are on average much lower in the second half of the July 1963-June 2019 period." Trotzdem können (wollen?) die Autoren nicht bestätigen, dass die Value Prämie verschwunden ist. Das ist ein Beitrag für Leser, die Restriktionen und komplizierte Rechnungen für Ergebnisse mögen und Gründe suchen, warum die Value Prämie vielleicht doch noch existieren oder wiederkommen könnte.

Are active managers better in downside protection? fragt Charles Younes am 21. Januar 2020 bei MoneyMarketing. Seine Ergebnisse: "The results are extremely disappointing for active UK equity managers. With the exception of 2002, they have failed to beat the FTSE All Share index during those sell-offs. The performance in 2018 is extremely worrying as an active manager would have underperformed the index by 2 per cent on average."

Und das spricht gegen die traditionelle Finanztheorie, daß mehr Risiko mit höheren Renditen einhergehen sollte: “The results indicate a significantly negative relation between downside risk and future returns at the portfolio level” (Yigit Atilgan, Turan G. Bali, K. Ozgur Demirtas, and A. Doruk Gunaydin: Global Downside Risk and Equity Returns, Working Paper, Juki 2019, S. 20/21).

Passiv ist nicht gleich passiv: Wie bei Kaiser/Schaller oben wird hier festgestellt, dass gleichgewichtete Strategien eine Outperformance gegenüber kapitalgewichteten ermöglichen und es wird auch versucht, das zu begründen (Banner, A.; Fernholz, R.; Papathanakos, V.; Ruf, J.; Scofield, D. (2019): Diversification, Volatility and Surprising Alpha, The Journal of Investment Consulting, Jg. 19, Nr. 1 von 2019, S. 23-30, S. 29).

Immobilien(aktien)investments: Nicht ESG und passiv

The Case Against REIT’s heißt der Beitrag von Nicolas Rabener vom 6. Februar auf alpha architects. Seine Analyse: “In the period from 1990 to 2017, real estate stocks generated higher returns per annum than the stock markets in the US and Japan, but not in Europe.”, das könne t.w. durch einen Small Cap und einen Bond Leverage Effect erklärt werden. Zu den Korrelationen stellt er fest: “real estate stocks were correlated across markets” und “The correlations to the stock market were between 0.6 and 0.8 on average, which should make REITs attractive for diversifying an equity portfolio.” Das passt zu meiner positiven Einstellung zu Immobilienaktien/REITs. Rabener meint aber, dass andere Strategien sich besser zur Portfoliodiversifikation eignen. **Mein Kommentar:** Das kann sein, aber im Vorhinein weiß man nicht, welche das künftig sein werden, siehe auch http://prof-soehnholz.com/immobilien-auch-long-short-mit-overlays-und-nach-esg-kriterien/

Time for a Second Look at REITs heißt der Beitrag von Amy Arnott von Morningstar vom 4. Februar. Sie schreibt über eine gute REIT Performance von 1972 bis 2013, auch in Jahren mit höherer Inflation, und Underperformance in Bezug auf Aktienmärkte seit 2015. REITS haben demnach nicht nur eine niedrige Korrelation zu Aktien, sondern auch zu Anleihen.

Does Listed Real Estate Behave Like Direct Real Estate? Updated and broader evidence von European Public Real Estate Association vom Dezember 2019. Die Autoren finden wieder einmal heraus, dass mittel- bis längerfristig keine statistisch signifikanten Unterschiede zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Immobilieninvestments bestehen. Das wird auch unabhängig vom Verschuldungsgrad festgestellt. Dabei wird auch der deutsche Immobilienmarkt analysiert. Interessant: Die deutschen börsennotierte Immobiliengesellschaften haben in dem Vergleich die höchsten Verschuldungen (S. 15).

Nicht nur ESG und passiv: Zur Macht von Index- und ETF-Anbietern

ETFs and systemic risks heißt der Beitrag von Ayan Bhattacharya und Maureen O`Hara von der CFA Institute Research Foundation vom Januar 2020. Sie konstatieren systemische Risiken vor allem kurzfristiger Art und in Bezug auf relativ illiquide Basispositionen (S. 13).

In einem anderen Beitrag geht es nicht um ETFs, sondern um die Indexanbieter selbst (Johannes Petry, Jan Fichtner & Eelke Heemskerk: Steering capital: The growing private authority of index providers in the age of passive asset management, Review of International Political Economy 2019). Im Abstract steht u.a.: “Rather than a purely technical exercise,

constructing indices is inherently political. Which companies or countries are included into an index or excluded (i.e. receive investment in- or outflows) is based on criteria defined by index providers, thereby setting standards for corporate governance and investor access. Hence, in this new age of passive asset management index providers are becoming gatekeepers that exert de facto regulatory power and thus may have important effects on corporate governance and the economic policies of countries." Interessant auch (S. 19): "We argue that rather than technical expertise, the main source of authority are their powerful brands that are trusted by the international investment community"…. "It would be essential to further open up the 'black box' of how the big three index providers make decisions, which includes the interaction with their most important client group and stakeholder – the investor community." Und auf Seite 20: "As index providers increasingly define what is 'investment-worthy', they could arguably also play an important role in setting standards for the definition of as well as steering capital towards 'sustainable' investments" (siehe auch http://prof-soehnholz.com/esg-in-aller-munde-aber-etf-anbieter-koennten-viel-nachhaltiger-sein/).

MSCI stimmt dem offenbar weitgehend zu und widerspricht denen, die meinen, dass ESG Investing keine realen Veränderungen bringen kann (The MSCI Principles of Sustainable Investing, ohne Jahresangabe, S. 4): "Company improvement on the ESG issues reflected in the index rules can lead to an increase in company weight in the index, or even the start of index inclusion, resulting in additional capital flows to the company"…. Und auf S. 5 heißt es: "MSCI strongly believes that a systemic and large-scale integration of ESG considerations throughout the entire investment process will enable a more efficient allocation of capital globally towards the most productive assets in the long term and will contribute to a more effective and balanced transition towards a sustainable and inclusive economy." Interessant ist auch dieser Satz: "Investors should support industry and regulatory efforts to standardize corporate disclosure on ESG topics and they should avoid using private questionnaires or surveys because they exacerbate lack of transparency, comparability and reliability of ESG data" (S. 4).

Wealthech: Direct Indexing auch für Anleihen

Wie meist gibt es (kostenlose) Bruchteilinvestments zuerst in den USA: Fidelity beats Schwab to market with free fractional share trading, after Schwab beat Fido by months with promises, but has yet to deliver schreibt Brooke Southall am 1. Februar auf RIABiz. Damit kann man grundsätzlich mit kleinen Anlagebeträgen wie Sparplänen effizient in diversifizierte Einzeltitelportfolios investieren, was zum Beispiel für Direct ESG Indexing wichtig ist.

Direct Bond Indexing hatte ich bisher nicht im Blick. Als ein Vorteil gilt: "Since the client is the only one holding the bonds in the account, he could wait for them to mature and not worry about any liquidity concerns from trading" (in Passive Bond Funds Get an Upgrade vom 30. Januar von Lewis Braham von Barron's). Den Ansatz könnte man auch für Direct ESG Bond Indexing nutzen, was aber wohl noch niemand macht. (siehe auch http://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/).

Automatisierte (regelbasierte) Portfolios können gut sein: Coleman, Merkley und Pacelli haben im Dezember 2019 „Man Versus Machine: A Comparison of Robo-Analyst and Traditional Research Analyst Investment Recommendations" veröffentlicht. In der Zusammenfassung auf Seite 19 steht: „Consistent with Robo-Analysts having less cognitive bias and lower economic incentives for optimistic reports, we find that Robot Analysts issue a

more balanced set of recommendations (less optimistic), revise more frequently, and rely more on large volumes of disclosure in forming their recommendations. While the market does not react immediately to their revisions, portfolios formed on Robo-Analysts' buy recommendations can generate substantial returns for individual investors."

Westliche Bigtechs sind bisher, im Gegensatz zu chinesischen, (noch) nicht im Asset Management aktiv. Das sieht man in einer Grafik auf Seite 16 in State Of The Financial Services Industry 2020: When Vision and Value Colide vom Januar 2020 von Oliver Wyman. Und wer wirklich tief in das Thema Wealthtechentwicklungen in den USA einsteigen möchte, sollte diesen Beitrag lesen: Kitces The Latest In Financial Advisor #FinTech vom 3. Februar 2020. Darin gibt es auch einen Verweis auf Ethic Investments, die Direct ESG Investing anbieten.

ESG und passiv: Das ist der Fokus von Diversifikator. In eigener Sache:

Ich freue mich, dass ich ins Advisory Board Germany von Investment Europe aufgenommen wurde, obwohl ich „nur" ETFs und keine aktiven Fonds selektiere.

Ich freue mich auch, dass ich wieder zum Advisory Board der Sustainable Investor Summits gehöre, der dieses Jahr am 11.3. und 12.3. in Wien und Frankfurt statt findet. Ich darf dort das "**Impact Through Listed Equities:** Opportunities and Challenges and the Rise of the ESG Activist" Panel leiten.

Außerdem darf ich als Jurymitglied über den Portfolio institutionell Award der besten Portfoliostruktur mitentscheiden (2. April in Berlin).

Und Pöllath und Partner hat mich dankenswerterweise gefragt, ob ich ein Panel zu Private Equity und ESG (17. März in Frankfurt) moderieren möchte. Das habe ich gerne zugesagt.
Viel Arbeit aber auch inhaltlich interessant war die Arbeit an meinem Beitrag für das geplante Buch Nachhaltige Finanzen, das bei Springer Nature erscheinen soll. In meinem Artikel geht es um Vor- und vor allem Nachteile von Stimmrechtsausübungen und Engagement und effektivere Alternativen wie Divestments.

ESG Indexzukunft: Sehr positiv (3-2020)

ESG Indexzukunft habe ich diesen Blogbeitragstitel auch aufgrund der „spektakulären" diesbezüglichen Einschätzung von MSCI genannt (s.u.). Mögliche negative Auswirkungen des Coronavirus oder der aktuelle Börsenverlusten sind in diesem Beitrag, in dem wieder mehrere gerade veröffentlichte Researchbeiträge kommentiert werden, noch nicht berücksichtigt. Die Verluste an den Börsen könnten aber etwas Positives bewirken, wenn Anleger beim Wiedereinstieg in die Märkte konsequent auf verantwortungsvolle Investments setzen würden.

In eigener Sache gibt es seit letzter Woche zu berichten, dass Diversifikator jetzt Mitglied bei CRIC ist, dem Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage. CRIC hat mich mit interessanten Veranstaltungen mit tiefgehenden und kritischen Diskussionsmöglichkeiten überzeugt.

ESG und Materialität

Dynamic Materiality™: Measuring what Matters von Thomas Kuh et al. vom 17. Januar: Materialität wird oft in Verbindung mit ESG-Daten genannt und bedeutet, dass eine Information aus finanzieller Anlegersicht wichtig ist. Mit dem Begriff der Dynamischen Materialität weisen die Autoren darauf hin, dass sich solche Einschätzungen über die Zeit ändern können. **Mein Kommentar:** Das ist gut nachvollziehbar, aber für wirklich verantwortungsvolle Investoren, für die nicht nur Rendite zählt, ist eine solche finanzielle Materialität zwar interessant, aber nicht entscheidend. Wichter sind soziale und ökologische „Materialitäten".

Dazu passend: Sustainable investing: fast forwarding ist evolution von KPMG und Create Research vom Februar 2020: Interessanter Fokus auf Hedgefonds und Lehren früher institutioneller "Adopter". "Sustainability is set to morph into the new gold standard, as our societies seek to overcome the side effects of the turbocharged capitalism of the past 40 years. … There is an increasing realization that finance must give something back to society as well as making profit. Early results are encouraging (S. 52)."

Positive ESG Indexzukunft, denn ESG kostet keine Rendite

Financial Performance of Sustainable Investing: The State of the Field and Case Studies of Endowments, Intentional Endowments Network, Februar 2020. S. 2: "A growing body of evidence from academics and practitioners shows that sustainable investing strategies, in general, perform as well or better than traditional approaches." **Mein Kommentar:** Die Literaturanalyse ist nicht neu, die Stiftungsfallbeispiele aber schon.

How does investing in ESG companies effect Returns von Patrick Wang und Madison Sargis von Morningstar Quantitative Research vom 19. Februar 2020. Ergebnis: "We have no evidence that investors need to sacrifice returns when they invest in good ESG companies globally compared with bad ESG stocks" (S. 1). **Mein Kommentar:** Das Studienergebnis entspricht den Erwartungen. Aber es ist enttäuschend, dass nur aggregierte ESG-Scores analysiert werden.

Investor Sentiment and the Expected Returns of Socially and Environmentally Responsible Firms von Vitor G. Azevedo, Christoph Kaserer und Lucila M. S. Campos vom 13. Januar 2020 (Hinweis durch den Kommentar am 24.2.2020 bei Klement on Investing). In der Zusammenfassung steht: "We find that in the long-term, the CSR and CER premia have a neutral relation to financial performance" (S. 30). "In the short-term, we find that CSR and CER premia are time-varying and, more importantly, it has a strong relation to investor sentiment" (S. 31; Erklärung: CSR = Corporate Social Responsibility, CER = Corporate Environmental Responsibility und sustainability premium = the return difference of high-intensity minus low-intensity CSR/CER firms).

ESG and the cost of capital von Ashish Lodh von MSCI vom 25. Februar zeigt, was manche bestreiten: "Companies with high ESG scores, on average, experienced lower costs of capital compared to companies with poor ESG scores in both developed and emerging markets during a four-year study period. The cost of equity and debt followed the same relationship."

ESG investing in corporate bonds: Mind the gap von Mohamed ben Slimane et al. von Amundi Asset Management vom Dezember 2019. Im Abstract steht: “In particular, we observe that ESG has had a more positive impact on EUR IG bonds in recent years than on the USD IG and HY investment universes. Nevertheless, we observe a common trend that ESG is increasingly integrated into the pricing of corporate bonds and is a concern when building an investment portfolio.” Und auf Seite 36: “We also notice that ESG has a positive impact on the cost of debt and this relationship has become stronger in recent years.”

Positive ESG Indexzukunft am Beispiel von ETFs

Nachhaltige ETFs – Indexkonzepte und Anlageperformances heisst der (kostenpflichtige) Report von Absolut Analyse, über den ich bereits berichtet hatte. Diesen Punkt aus dem Absolut Report 6/2019 (S. 64) finde ich besonders interessant: „Je strenger die ESG-Kriterien angewandt wurden, desto höher fiel tendenziell die Überrendite aus“. **Mein Kommentar:** Die guten Renditen der sehr strengen ESG-Portfolios von Diversifikator unterstützen diese These, siehe http://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/).

Performance of S&P 500 ESG Indices: The impact of weighting methodologies and ESG ratings von Benjamin Hübel, Hendrik Scholz und Nicolas Webersenke vom 30. September 2019 (nur Abstract verfügbar). Die Autoren schreiben: “Our key finding is that the weighting methodologies of sustainable indices can be a main return driver” und beziehen sich speziell auf Gleichgewichtung. **Mein Kommentar:** Das ist ein sehr valider Punkt und entspricht meinen Erfahrungen, siehe auch hier.

Voting, ESG-Ratings und ESG Indexzukunft

Quant’s Look on ESG Investing Strategies von Radovan Vojtko und Matus Padysak vom 13. Dezember 2019 hatte ich schon erwähnt, diesen Punkt hatte ich jedoch bisher unkommentiert gelassen: Die Quantpedia-Autoren stellen zu ESG Ratingdifferenzen z.B. auf S. 6 fest: “the divergence is most pronounced for KLD data. However, this is the data set on which most of the academic research is based.” Trotz der aufgeführten Daten- und Studienprobleme schliessen die Autoren mit: „we believe that we presented some possible usages of ESG scores from the quantitative point of view. Either for a profit-enhancing properties or simply for producing more socially responsible strategies” (S. 10). **Mein Kommentar:** Eine noch nicht veröffentliche Analyse von Henrik Pontzen und Gunnar Friede von der Sustainable Investing Commission der DVFA kommt in Bezug auf einen anderen vielgenutzen ESG-Datenanbieter zu ähnlichen Ergebnissen.

Credit Suisse Research Institute Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020 vom Februar 2020 gibt einen Überblick über aktuelles ESG Research. Zu Ausschlüssen heißt es auf Seite 11: “performance is almost as often improved as diminished, and the long-run impact of exclusion is modest.” **Mein Kommentar:** Anders als in dem Dokument zusammengefasst, sprechen mehr und auch viele gut gemachte der aufgezählten Studien eher für ESG-Out- als für Underperformance. Die Divergenz von Ratings sehe ich vor allem durch „Outlier“ wie KLD beeinflusst und auf E, S und G Ebene insgesamt relativ gering bzw. durch unterschiedliche Ratingansätze erklärbar und deshalb nicht so kritisch. Am kritischsten schätze ich den angeblichen positiven Einfluss von Voting/Engagement ein. Dieser beschränkt sich auch nach dem CSFB-Dokument bisher nur auf sehr wenige und sehr

langwierige Fälle (siehe auch http://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/).

MSCI Says ESG Indexes Will Be Bigger Than Traditional Gauges von Ishika Mookerjee und Abhishek Vishnoi am 13./14. Februar auf Bloomberg online. "MSCI Inc. expects its ESG indexes to eventually get more following than its traditional benchmark offerings". Auch interessant: "MSCI is now diversifying sources for sustainability-related information to go beyond company disclosures to proxies such as government fines, product reports and news coverage. About 45% of the input that goes into the ratings is not coming from company disclosures". **Mein Kommentar:** Es gibt meines Erachtens drei Arten von ESG-Ratern: Die mit umfangreichen individuellen Fragebögen, die Unternehmen beantworten müssen, diejenigen, die wie MSCI und Refinitiv nur auf öffentliche Informationen setzen und Unternehmen so zu umfassenderen Veröffentlichungen veranlassen wollen und diejenigen, die auf tagesaktuelle maschinell ausgewertet Daten setzen wie Arabesque. Mit der Ausweitung der Ratingbasis von MSCI könnten die Abweichungen der MSCI ESG-Ratings zu anderen ESG-Ratings reduziert werden. Maschinelles Lernen ist grundsätzlich gut. Ich bin aber unsicher, wie verlässlich die Ergebnisse sind und inwieweit sie noch von natürlicher Intelligenz geprüft werden müssen.

ESG Indexzukunft: Greenwashing und Impactinvestments

„Tue gutes und werde ein Schuft" schreibt Maja Brankovic am 23. Februar in der Frankfurter allgemeinen Sonntagszeitung auf Seite 18. Dort steht unter Verweis auf eine aktuelle Publikation auf Basis einer Studie von Engel/Czech u.a.: „Die Menschen lieben es, ein klein Wenig Gutes zu tun. Weil es sie im Anschluss von weiteren moralischen Verhalten befreit". Und in Bezug auf eine Biobaumwollzertifizierung sagt Frau Czech, Siegel wie dieses seien beim nachhaltigen Konsum das größte Problem. Sie plädiert für „ganzheitliche" Siegel, die z.B. auch Sozialaspekte umfassen. **Mein Kommentar:** Übertragen auf die Geldanlage erscheint Greenwashing so noch kritischer: Geldanleger könnten sich mit Ausschlüssen von Streubomben oder spezialisierten „Ökologisch orientierten" Investments zufrieden geben und nicht mehr auf ganzheitliche und auch soziale Effekte ihrer Investments achten.

Social preferences of investors and sustainable investing von Harshini Shanker vom Dezember 2019: Basierend auf den durchaus umstrittenen Nachhaltigkeitsratings von Morningstar heisst es auf S. 21: „I document a large fraction of conventional funds that systematically prioritize sustainable investments even without an explicit social mandate. I also document a large fraction of SR funds whose portfolios are no more sustainable than that of the average fund. I find that these poor globe ratings are highly persistent over time, ruling out that ratings accidental and indicating greenwashing." Ausserdem steht auf Seite 22: "Both conventional and SR investors fail to punish poor social performance to the same extent that they reward strong social performance." **Mein Kommentar:** Das untermauert meine Bedenken in Bezug auf die Schädlichkeit von Greenwashing.

The future is impact. A survey and insights on the state of impact investing in the Nordics von NN Investment Partners und Kirstein ist interessant, weil nordische Institutionelle zu den Pionieren und "Fans" von Impactinvestments gehören. **Mein Kommentar:** Green Bond Investments, besonders von nicht-nachhaltigen Emittenten, sehe ich wesentlich kritischer als die Studienteilnehmer. Die Studie macht deutlich, dass es noch viel Raum für gute

Impactangebote gibt (s. auch http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank.

Passive Asset Allokation und ETFs

Buy-and-hold and constant-mix may be better allocation strategies than you think von Thomas J. O'Brien vom Februar 2020. Im abstract steht: "Given mean-reverting equity and uncertain interest rates, investors sacrifice little in expected utility by replacing the optimal reallocation strategy with a simpler allocation strategy of either buy-and-hold or constant-mix." Erklärung: Constant Mix wird regelmäßig z-B. auf 50/50 Aktien/Anleihen rebalanziert, Buy-and-hold nicht. **Mein Kommentar:** Das ist auch meine Erfahrung, siehe http://prof-soehnholz.com/passive-asset-allokationen-sind-besser-als-aktive/.

Welcher ETF hat die beste Tracking Difference? Von Benjamin Schulz am 12. Februar bei extraETF weist zurecht darauf hin, dass sich die Tracking Differenz von ETFs gegenüber Indizes relativ häufig ändern kann.

ESG Enttäuschung: Kritik an Asset Managern und Taxonomie (3-2020)

ESG Enttäuschung ist diese Woche mein Thema, aber ich habe auch wieder einige positive aktuelle Studien zu verantwortungsvollen Geldanlagen und anderen Themen gefunden, u.a. zu Voting, ESG-Daten und Ratings, Performance, Robo-Advisors, Optimierungsproblemen und Regulierung.

Ich schreibe aber nicht über Corona, weil sich der Status permanent ändert und andere viel besser darüber informieren. Ich schreibe auch nicht über aktuelle Wertpapierkursentwicklungen, weil die gerade extrem volatil sind und wohl niemand die Entwicklungen vernünftig und umfassend erklären kann.

SG Enttäuschung: Die Assetmanager

Das ist der Report zum Blogtitel: Share Action: Point of No Returns – A ranking of 75 of the world's largest asset managers' approaches to responsible investment (März 2020, S. 4): "The 75 asset managers in this assessment manage more money than the GDP of the US, China and the European Union combined. The overall impression from our research is that much of this money, however, is currently being managed in a way which at best ignores key systemic risks and at worst contributes to them." Das liegt nicht daran, dass die Manager passiv sind: "There is a passive manager among the leading asset managers in the 'A' band, showing that investment strategy does not prevent a manager from having a leading approach" (S. 6). Und "commitment" zu den UN PRI heisst nicht, das man sich (schon) entsprechend verhält: "50 per cent of assessed asset managers are in the D and E bands despite being members of the Principles for Responsible Investment."

Deutsche Anbieter sind nur durchschnittlich gut (S. 12ff): Allianz Global Investors steht mit BB (drittbeste Kategorie) auf Rang 18 und DWS mit B auf Rang 19, Union Investment mit B auf Platz 23, Deka Investment mit D auf Platz 59 und Meag mit E auf Platz 67 von 75.

Das gilt auch für Schweizer: Bank Sarasin liegt mit BB auf Rang 17, Pictet mit B auf 22, Swisscanto mit CCC auf 29, UBS mit CC auf 33, GAM mit D auf 45, Swiss Life mit D auf 57, Credit Suisse mit E auf 72.

Auf den ersten drei Plätzen stehen Robeco, BNP und Legal & General. Die größten Anbieter sind besonders schlecht: „The world's six largest asset managers have combined AUM of over US$20 trillion (representing over a third of total assessed managers' AUM). However, despite their size, they all performed poorly on the factors we see as fundamental to robust responsible investment practices" (S. 23).

Die schlechte Beurteilung ist nachvollziehbar, wenn man das schlechte Abstimmungsverhalten von 46 der größten US-Assetmanager in bezug auf Klimaresolutionen kennt: Why do some large asset managers still vote against most climate-related shareholder proposals? (Rob Berridge, Ceres Blog 13. März). Anders als erwartet, wird das mit der Zeit auch nicht besser: "Surprisingly, 61% of asset managers studied voted for fewer climate-related proposals in 2019 than they did in 2018." Interessant finde ich auch, wie wenig Abstimmungen zu dem Thema stattgefunden haben: "The analysis covers the 53 climate-related shareholder proposals that were put to a vote out of 141 total filed during the 2019 proxy season." Grundsätzlich positiv ist: "Of the others, 56 resolutions were withdrawn in return for a commitment by the company ….with companies agreeing to take action to improve disclosure, reduce risk or seize opportunities." (dazu siehe auch http://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/).

Man kann sogar fragen, ob Anbieter, die so tun als wären sie nachhaltig, es aber nicht wirklich sind („Greenwasher"), auch Strafzahlungen wie Indexhugger befürchten müssen: Norwegians win "historic" index-hugging case (Funds Europe online, 3. März). Aus dem Gerichtsurteil übersetzt: "The funds had not been managed in a way that gave the unitholders the financial risk exposure – and thus the opportunity to yields beyond the funds' reference index – for which they had paid."

ESG Enttäuschung: Die Unternehmensperspektive zu ESG-Daten und Relevanz

Das ESG-Reporting der Unternehmen muss besser werden, steht in The Alliance for Corporate Transparency Research Report 2019: An analysis of the sustainability reports of 1000 companies pursuant to the EU Non-Financial Reporting Directive 2020: "The main conclusion of this research is that while there is a minority of companies providing comprehensive and reliable sustainability-related information, at large quality and comparability of companies' sustainability reporting is not sufficient to understand their impacts, risks, or even their plans" (S. 10).

Kann schlechtes Reporting Absicht sein? Kritisiert wird "the widespread potential for abuse of SASB standards, particularly in terms of the selective use of those standards" (SASB = Sustainabilty Accounting Standards Board; s. David Chandler: Strategic CSR – SASB vom 10. März über einen Wall Street Journal Artikel vom 2. März hinter Paywall mit dem Titel "Bloomberg Sells 'Sustainability,' but Buyer Beware von Allysia Finley).

Auch Daten von Staaten müssen nicht immer stimmen, wie man diesem Beitrag entnehmen kann: The difficult task of CO2 accounting (Joachim Klement on Investing vom 9. März). Dort heisst es: "Countries that produce coal and gas domestically, for example, can simply

under-report the domestic production of these fossil fuels and then burn them without anyone ever being the wiser. Once satellite data is available these discrepancies will become visible, just like satellite data allowed for an independent estimate of GDP growth in countries with let's say questionable economic statistics."

Oder wissen Unternehmen nicht, was wichtig ist? In Sustainable Development Goals: A Misunderstood Market Opportunity? Emerging Trends and Analysis of the SDG Impact of Companies in the S&P 500® (s. Rochelle March von Trucost ESG Analysis vom März 2020) steht: "There is a difference in what companies disclose on the SDGs versus what may be important SDG-related risks and responsibilities." Damit verpassen Unternehmen aber möglicherweise Chancen: "Leveraging the SDGs as not only a framework for sustainable development but also for innovation towards generating new, more future-ready revenue streams can help identify business opportunities that simultaneously serve the needs of the SDGs" (S. 16), siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

Unternehmenslenker verstehen aber offenbar den Wert von ESG-Programmen, wie man The ESG premium: New perspectives on value and performance entnehmen kann (McKinsey & Co., Februar): "In our latest McKinsey Global Survey on valuing ESG programs, 83 percent of C-suite leaders and investment professionals say they expect that ESG programs will contribute more shareholder value in five years than today. They also indicate that they would be willing to pay about a 10 percent median premium to acquire a company with a positive record for ESG issues over one with a negative record. That's true even of executives who say ESG programs have no effect on shareholder value" (S. 2).

ESG Enttäuschung: Viele Ratings und viel Kritik, auch am DAX 50 ESG

Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results: In der Untersuchung von Christina Wong und Erika Petroy von Sustainability vom März wird erwähnt, dass es im Jahr 2018 mehr als 600 ESG-Rankings und Ratings gab (S. 6). Den Ratings wird nicht getraut: Asset manager "often use the data but explicitly not the scores from a rating to inform their own internal research". Und "almost all the investors we engaged believe that their own research analysts know better than ESG rating analysts" (S. 14). **Mein Kommentar:** Unternehmen sollten darauf achten, dass die ESG Ratings der wichtigsten Ratingsanbieter auf korrekten Informationen beruhen.

Von Klaus Gabriel von CRIC, dem Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage, und anderen kommt berechtigte Kritik am neuen ESG DAX, siehe z.B. Grüne Mogelpackung der Deutschen Börse? Neuer Nachhaltigkeits-DAX im Feuer der Kritik – Expertenstimmen bei wallstreet online am 10.3: „Der DAX 50 ESG ist weder innovativ noch hilfreich. Schlimmer noch: er lenkt vom Wesentlichen ab und unterstellt Nachhaltigkeit, wo keine ist. Damit wird das Bemühen um mehr Nachhaltigkeit am Finanzmarkt nicht unterstützt, sondern verwässert und konterkariert." **Mein Kommentar:** Es geht viel strenger, siehe z.B. mein Ende 2016 gestartetes regelbasiertes Portfolio (s. http://prof-soehnholz.com/neues-passives-deutsche-aktien-esg-portfolio-fokus-auf-gute-unternehmensfuehrung/, Performance und aktuelle Zusammensetzung s. www.diversifikator.com).

Keine ESG Enttäuschung: Bisherige Performance

Florencio Lopez-de-Silanes, Joseph A. McCahery und Paul C. Pudschedl haben Folgendes im Dezember 2019 publiziert: ESG Performance and Disclosure: A Cross-Country Analysis: "We find evidence that ESG is correlated with decreased risk" (S. 35). "Finally, we show that ESG scores have little or no impact on risk-adjusted financial performance" (Abstract).

Patrick Wang und Madison Sargis stellen Vergleichbares fest in Better Minus Worse Evaluating ESG Effects on Risk and Return (Morningstar Quantitative Research, 19. Februar, S. 1): "We have no evidence that investors need to sacrifice returns when they invest in good ESG companies globally compared with bad ESG stocks." Und: „An ESG factor appears to be distinct as it is only moderately correlated to size and investment but not correlated to other known factors, such as value and profitability."

Für in Deutschland angebotene Fonds sieht es noch besser aus: Nachhaltige globale Aktienfonds erzielen Outperformance gegenüber konventionellen Strategien heisst es in Absolut Research News vom 9. März. Besonders interessant: Die nachhaltigen Fonds waren auch günstiger als die nicht-nachhaltigen (zum Performancethema siehe auch http://prof-soehnholz.com/tolle-2019er-esg-performance/).

Keine ESG Enttäuschung: Gutes Potential für künftige Renditen

Blackrock hat sich bisher nicht mit einem besonders verantwortungsvollen Verhalten hervorgetan (s. oben). Das soll sich laut der Ankündigungen des Blackrock Managements offenbar künftig ändern. Die Erklärung könnte profan sein: Mit ESG-Investments lässt sich Geld verdienen, siehe Sustainability: The tectonic shift transforming investing. A framework for incorporating sustainable investing in portfolio construction (von Philipp Hildebrand et al. vom Blackrock Investment Institute vom 28. Februar). Dort steht: "A commonly held view is that a return sacrifice is necessary when adopting sustainable investing because the shift is already embedded in current market prices. We disagree." …. "we believe that the full consequences of a shift to sustainable investing are not yet in market prices" (S. 2).

Das sehen andere ähnlich, siehe Climate Change: Three imperatives for financial services, (Oliver Wyman 2020). Konkret; "Climate risk is not yet being factored into capital pricing and allocation decisions." …" Across all industries losses could reach $1 trillion." …"The financial services industry is significantly underestimating the income potential of the shift towards a green economy." … "The opportunity in financial services is huge, ranging from $50 billion to $150 billion in incremental revenues across activities" (S. 2).

Banken, Robo-Advisors, Maschine Learning und Lebensversicherungen

Der Kundenverlust an Fichtechs könnte größer sein, als gedacht, laut Bain & Company – Customer loyalty in retail banking: global edition 2019 (2019, S. 3). Man kann dort Folgendes lesen: "Leakage of customers' business to competitor banks, fintechs and single-line specialist companies is rampant, yet often hidden because many consumers still keep an account with their primary bank." Bain empfiehlt Banken: "If banks focus on fully meeting consumers' financial needs, they inevitably will have to develop a broader ecosystem of partners and suppliers. Done right, that could lead to tapping new profit pools" (S. 9).

German robo-advisors: March of the machines driving passive investments von Orçun Kaya und Tobias von Martens von Deutsche Bank Research vom 24. Februar enthält interessante, wenn auch nicht ganz neue Erkenntnisse : “The pioneer robo-clients are largely male and middle-aged. On average, their income is three times that of an average bank client. They value full control and autonomy in their financial decisions and deal with financial matters mostly online. Still, they visit bank branches quite frequently” (S. 1). Speziell zu dort nicht thematisierten nachhaltigen Robos siehe http://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/).

Joachim Klement schreibt in The models that won’t die vom 4. März über Modelle, die auch viele angeblich moderne und “wissenschaftlich basierte” Robo-Advisors nutzen: “In the natural sciences, you would be laughed out of the room if you tried to defend a model that has empirically been violated hundreds of times, yet in finance, companies make money with recommendations derived from the CAPM and academics win prizes for research based on it.” …. “The academic efforts to expand the CAPM into a multi-factor model or relax some of its assumptions are in my case just efforts to ride a dead horse.”

Overfitting: Causes and Solutions von Marcos López de Prado vom 26. Februar ist interessant in Bezug auf Maschine Learning (ML): “When used incorrectly, the risk of ML overfitting is higher than with classical methods” (S.22). “In the right hands, ML is more robust to overfitting than classical methods. When it comes to modelling unstructured data, ML is the only choice” (S. 2).

Und Gerd Kommer und Jonas Schweizer schreiben in Das Investment online vom 10. März: „Kapitalbildende Lebensversicherung – ein deutscher Irrweg“. Aus dem Fazit: „Kapitalbildende Lebensversicherungen sind ein strukturell mängelbehaftetes Kuppelprodukt aus einer Versicherungskomponente (einer Risikolebensversicherung) und einem langfristigen Sparvertrag auf Anleihen oder Aktien. Beide sollten getrennt eingekauft werden. Klassische KLV-Policen, die vor 2005 abgeschlossen wurden, besitzen noch nennenswerte Steuervorteile“.

ESG Enttäuschung Regulierung und Taxonomie

Vom Bundesfinanzministerium heißt es am 5. März: Sustainable Finance-Beirat startet Konsultation seines Zwischenberichts. Der Titel: Die Bedeutung einer nachhaltigen Finanzwirtschaft für die große Transformation. Das Ziel: „Deutschland soll führend in Sustainable Finance werden“ (S. 4).

Ich verstehe nicht alles, z.B. die „Schaffung eines verpflichtenden transparenten Klassifizierungssystems für alle Finanzprodukte“ (S. 26) sollte eigentlich von der EU kommen (s.u.). „Erleichterte Produktauflegungsanforderungen für Fondsprodukte in Deutschland würden das Angebot und die Nachfrage nach Nachhaltigkeitsprodukten stärken“ heißt es auf Seite 27. Ich weiß nicht, was an Produktauflagen so schwer ist und bezweifele, ob Ausnahmen für angeblich nachhaltige Produkte sinnvoll sind.

Interessant finde ich aber diese Anregung: „Evaluierung, inwiefern durch Finanzierungsvehikel für transformationskonforme Projekte (z. B. Infrastruktur-REITS) ein signifikanter Markt für fungible Infrastrukturanlagen entstehen könnte“ (S. 27). Hier ist ein

Beitrag von mir von 2015 zu dem Thema: http://prof-soehnholz.com/infra-trusts-infrastrukturinvestments-fuer-die-kleine-frau/.

Grundsätzlich gut ist auch ein „Verbesserter Zugang zu Nachhaltigkeitsinformationen durch Digitalisierung und Einrichtung einer Rohdatenbank“ (S. 38). Das sollte aber keine rein deutsche Datenbank sein, da Kapitalanlage international ist. **Mein Fazit**: Viel zusätzliche Bürokratie bei wenig Zusatznutzen.

Mein Fazit für die EU Taxonomie: **Sehr viel zusätzliche Bürokratie bei sehr wenig Zusatznutzen,** wie man an diesen Beispielen aus dem aktuellen Report sieht: Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance March 2020.

Hintergrund: “The EU Taxonomy is a tool to help investors, companies, issuers and project promoters navigate the transition to a low-carbon, resilient and resource-efficient economy. The Taxonomy sets performance thresholds (referred to as ‘technical screening criteria’) for economic activities which make a substantive contribution to one of six environmental objectives (Figure 1), do no significant harm (DNSH) to the other five, where relevant; meet minimum safeguards (e.g., OECD Guidelines on Multinational Enterprises and the UN Guiding Principles on Business and Human Rights” (S. 2).

Begründung: “The OECD estimates that, globally, EUR 6.35 trillion a year will be required to meet Paris Agreement goals by 2030. Public-sector resources will not be adequate to meet this challenge, and mobilisation of institutional and private capital will be necessary (S. 7).

Ein Ergebnis: “Financial market participants offering financial products in the EU, including occupational pension providers, are required to make Taxonomy disclosures. This is mandatory for certain types of product or offering, and on a comply-or-explain basis for all others. For each relevant product, the financial market participant will be required to state: how and to what extent they have used the Taxonomy in determining the sustainability of the underlying investments; to what environmental objective(s) the investments contribute; and the proportion of underlying investments that are Taxonomy-aligned, expressed as a percentage of the investment, fund or portfolio. This disclosure should include details on the respective proportions of enabling and transition activities, as defined under the Regulation (S. 37).

Und auf Seite 40 steht: This means that it should be completed separately for climate change mitigation and adaptation from 2021 and for all six environmental objectives for 2022. … For climate change mitigation, the following may be counted: Turnover associated with Taxonomy-aligned activities; and costs incurred (capex and, if relevant, opex) as part of a plan to achieve the climate thresholds for the economic activity.

Meine Frage: Was hilft es Anlegern, wenn sie wissen, dass ein Fonds angeblich 10% „Taxonomy Enabling“, 5% „Taxonomy Aligned“, 60% „Do no sinificant harm“, 10% „schädlichen“ und 15% nicht kategorisierbaren Umsatz und x% entsprechende kategorisierte Capex und Opex hat (also Investments und operative Ausgaben)? Ist das besser als 7% Enabling und 10% Aligned Umsatz? Soziale und Governanceaspekte oder gar detaillierte ESG-Scores, Impact, Voting und Engagement spielen dagegen keine Taxonomie-Rolle (zu einem ganzheitlichen Ansatz siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-fuer-stiftungen-ein-tool-fuer-die-anlagepolitik/).

ANTI-NACHHALTIG: ESG BONI UND MEHR (3–2020)

Anti-nachhaltig habe ich den Beitrag genannt, weil ich unten kritisch auf den Zwischenbericht des Sustainable Finance Beirates der Bundesregierung eingehe, der aus meiner Sicht auch anti-nachhaltige Vorschläge enthält. Außerdem geht es in den über 20 aktuellen Researchbeiträgen um die Themen braune Finanzierungen, #Greenwashing, #CSR, Rational Beliefs, Risikomanagement, #Wealthtech, Immobilien, Infrastruktur und mehr.

Anti-Nachhaltig: Vorteile für ESG Anbieter, nicht Nachfrager

Dass große Banken viel "Kritisches" finanzieren, ist keine Überraschung: Banking on Climate Change – Fossil Fuels Financing Report 2020 vom 18. März 2020 vom Rainforest Action network et al.. S. 8/9: vor allem Anglo-US Anbieter sind auf den vorderen Plätzen zu finden. Von den in Deutschland aktiven Europäern ist BNP auf Platz 10, Credit Suisse 17, Deutsche Bank 19, SocGen 22, Credit Agricole 24, ING 25, UBS 27, BPCE/Natixis 28, Santander 29, Unicredit 31, Commerzbank 35.

PRI lohnt sich für Fondsanbieter, aber nicht für Anleger. Das sieht man in Assessing Active Managers' Commitment to ESG: Evidence from United Nations Principles for Responsible Investment, Arbeitspapier von Soohun Kim und Aaron S. Yoon vom 17. März 2020. „First, we find that signatory funds experience a large fund inflow …. Second, PRI funds on average do not exhibit improvements in fund-level ESG scores after signing, while they do show a decrease in portfolio return and alpha. Third, they vote less on environmental issues and their stock holdings experience increased environment related controversies. … Overall, we conclude that only select signatories make visible changes to ESG while most signatories experience a big increase in flows." (S. 23, siehe auch http://prof-soehnholz.com/esg-kritiker-grosse-aktive-fondsanbieter-in-der-defensive/).

Jon Hale von Morningstar fragt am 26. März: Are Sustainable Equity Funds Doing What They Claim to Be Doing? Die Antwort: Viele sind nicht frei von fossilen Brennstoffen und stimmen auf Hauptversammlungen bei den wenigen diesbezüglichen Abstimmungen auch nicht immer „verantwortungsvoll" ab. Dabei mißt Morningstar selbst sogar nur so: "Our measure of fossil-fuel exposure, Morningstar Portfolio Fossil Fuel Involvement, is the portfolio's percentage of exposure to companies deriving at least 5% of their revenue from thermal-coal extraction, thermal-coal power generation, oil and gas production, or oil and gas power generation, or at least 50% of their revenue from oil and gas products and services."

Deutsche Pensionskassen – bereit für nachhaltige Geldanlage? Eine Bestandsaufnahme von Facing Finance vom März 2020 zieht folgendes Fazit: „Die deutschen Anbieter von betrieblicher Altersversorgung zeigen für Nachhaltigkeit viel zu wenig Interesse und ignorieren häufig damit auch den mehrheitlichen Willen ihrer Kund*innen (S.3)." Auf Seite 8 heisst es für Kunden betrieblicher Altersversorger (bAV): „Mit großer Mehrheit sprachen sich die Versicherten für den Ausschluss bestimmter Geschäftsbereiche und Normverstöße aus." Dagegen steht auf S. 23 für Anbieter: „gibt es von Regelungen abgesehen, nicht in kontroverse Waffen zu investieren, kaum konkrete Vorgaben oder gar Ausschlüsse" (Details

zu den Anbietern s. Seite 25). Gut sind auch die Ausreden der Anbieter und die Kommentare von Facing Finance dazu (S. 27/28) sowie die Forderungen an Pensionskassen auf Seite 30.

Nicht anti-nachhaltig: Umsatzsteigernd und gute Performance

In Personal Values, Responsible Investing and Stock Allocation von Marie Briere und Stefano Ramelli vom 9. Januar 2020 steht: "We analyze the portfolio choices of around 965,500 individual participants in 18,700 employee saving plans in France. The results …. show that the inclusion of responsible equity options in these saving plans influences the portfolio decisions of participants, leading them to increase their overall exposure to equity … our results are driven by the role of personal values and cultural factors" (S. 24). "Our results indicate that responsible investment products may represent a practical tool to reduce the cultural gaps preventing many retail investors from more actively participating in financial markets" (S. 25).

Absolut Research News vom 17.3.2020 berichtet zu Aktien-Performance und ESG-Scores über die Ergebnisse einer Studie von Union Investment. Die Nutzung von ESG-Kriterien kann Portfolioperformances erheblich verbessern, heißt es dort.

Climate Sin Stocks: Stock Price Reactions to Global Climate Strikes von Stefano Ramelli, Elisa Ossola, and Michela Rancan vom 24. März 2020 wird wie folgt zusammengefasst: "By analyzing the stock prices of a large sample of European firms around the occurrence of the first Global Climate Strike in March 2019, we provide evidence of a loss in value of stocks of firms operating in high-polluting activities" (S. 25). "Our results suggest that the upcoming climate-policy actions are likely to have significant stock market effects" (S. 26).

Deutsche Unternehmen: Noch nicht nachhaltig statt Anti-nachhaltig?

Eine im März 2020 veröffentliche CSR Analyse der 2018er Geschäftsberichte von 41 deutschen Versicherungen durch Zielke Research fasst zusammen: „Das Thema Nachhaltigkeit fängt an, ernst genommen zu werden. 18 von 41 Versicherern haben jetzt eine Positivpunktezahl ggü. 7 im Vorjahr. Leider bleiben die Berichte unkonkret. Nur wenige bieten Nachhaltigkeitsprodukte an" (S. 3).

Im Monitoring des Umsetzungsstandes der im Nationalen Aktionsplan Wirtschaft und Menschenrechte 2016–2020 beschriebenen menschenrechtlichen Sorgfaltspflicht von Unternehmen Zwischenbericht Erhebungsphase 2019 von Ernst & Young et al. vom Februar 2020 steht: „Weniger als 50 Prozent der Unternehmen mit Sitz in Deutschland und mehr als 500 Beschäftigten haben bisher die im NAP beschriebenen Kernelemente menschenrechtlicher Sorgfalt in ihre Unternehmensprozesse angemessen integriert" (S. 20).

Geldanlagetheorie und traditionelle Investments

Auch interessant: Rational Belief Bubbles von Hyun-U Sohn and Didier Sornette vom 2. Februar 2020. Die „Rational Beliefs" Annahme von Mordecai Kurz finde ich schon lange interessanter als die „Rational Behavior" Fiktion. In diesem Beitrag wird – von mir nicht geprüfte – Mathematik geliefert, welche das Konzept auch für die Erklärung von Bubbles und Crashes nutzt. In der Zusammenfassung auf S. 30 heißt es: „It is also not clear that bubbles are necessarily "bad." Indeed, another way to look at them is as the free-market alternative of

industrial policy, i.e. as a spontaneous and decentralized way to achieve coordination, instead of the controlled and centralized approach favored in statist economies."

Fact and Fiction about Low-Risk Investing von Ron Alquist, Andrea Frazzini, Antti Ilmanen und Lasse Heje Pedersen von AQR vom 25. März 2020 kritisert das traditionelle Capital Asset Pricing Model (das auch von vielen Robo Advisors genutzt wird): "Low-risk strategies can be seen as testing one of the central issues in finance, namely the relation between risk and expected return. The strong performance of low-risk strategies means that the risk-return relation is not consistent with the CAPM. Instead, low-risk securities have historically delivered higher risk-adjusted returns than high-risk assets" (S. 16).

in Disclosure Obfuscation in Mutual Funds von Ed de Haan et al. vom 18. Februar 2020 geht es um die Frage „whether fund managers attempt to obfuscate unfavorable information via unnecessarily complex disclosures" (S. 29). Die Antwort ist: "We find that funds with higher fees have greater narrative complexity in their disclosures. …We also find that high-fee funds have more complex structures."

Labor Voice in Corporate Governance: Evidence from Opportunistic Insider Trading von Lilian Ng, Man Duy Pham und Jing Yu vom 20. März zeigt, dass "Unionized firms experience reduced opportunistic insider trading activity and lower insider trading profitability, compared to their nonunionized counterparts" (S. 35). "Its restraint on opportunistic insider trading helps reduce managerial power to extract rents and, in turn, improves firm productivity and performance" (S. 36).

Adam Millson und Jason Kephart von Morningstar schreiben am 26. März: Here's Why You Should Rebalance (Again). Sie zeigen, das jährliches Rebalancing für die Zeit von 1994 bis zum 20. März 2020 aus Risikobegrenzungsgründen attraktiv gewesen wäre.

„Was heißt hier Absturz" nennt sich ein interessanter Beitrag von Kurt Becker in institutional money Nr. 1/2020 (S. 88-94) über verschiedene Möglichkeiten, „Drawdowns" zu messen. Basis ist die Studie Drawdown Measures: Are they all the same? von Korn/Möller/Schwehm vom November 2019. Dort steht auf Seite 19: Drawdown-Methoden sind "intuitive path-dependent risk measures, which focus on downside risk and capture psychologically important aspects, such as regret." Interessant finde ich: Das "konservativste" Maß, der Maximum Drawdown, "produces rankings that are most similar to those of the standard deviation". Der durchschnittliche Drawdown soll dagegen besonders gut sein, um Manager-Outperformancefähigkeiten zu finden. Interessant ist auch: "drawdown-based performance ratios perform well on average but poorly in periods of negative returns" (S. 20).

Alternatives: Immobilien, Infrastruktur und Zertifikate

Enttäuschend für Immobilienfans: The Rate of Return on Real Estate: Long-Run Micro-Level Evidence von David Chambers, Christophe Spaenjers und Eva Steiner vom 26. September 2019. Auf Basis sehr detaillierter UK-Daten für die Zeit von 1901 bis 1970 finden sie: "Our estimates on income and yield dynamics imply very limited long-run capital gains, and annualized real net total returns of less than 4% for the different property types. In all, our results suggest that the (risk-adjusted) investment performance of direct real estate assets in the long run is less attractive than previously thought." Hinzu kommt ein "high level of idiosyncratic risk associated with direct real estate investments" (S. 29).

Tianyin Cheng et al. von S&P Dow Jones Indices beschreiben im März 2020 Approaches to Benchmarking Listed Infrastructure. Der Vergleich enthält viele interessante Informationen und Daten, allerdings ohne die Krisen 2008 und 2020. Z.B. steht auf Seite 17: "Infrastructure is an asset class that has proven to be a strong source of diversification, yield, and attractive net total returns. Given the essential role of infrastructure assets as a backbone for economic growth, and in light of the growing trend of privatization of these assets, this sector is an emerging asset class in its own right. Unlike other listed infrastructure indices, the Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index and the S&P Global Infrastructure Index use a broad-based approach that identifies companies that fall into the pure-play infrastructure category. Listed infrastructure, in particular, may offer a sound anchor and immediate entry point into the asset class." (siehe auch http://prof-soehnholz.com/neues-attraktives-esg-portfolio-aus-kern-infrastrukturaktien-weltweit/).

Um ein Spezialsegment geht es hier: Social Infrastructure Finance and Institutional Investors – A global perspective ist ein Arbeitspapier von Georg Inderst vom 20. März 2020. "Matching private capital investors' expectations with the available assets and projects in social sectors is a bigger challenge than previously thought in advanced countries, even more so in emerging markets" (S. 36). Aber "Sustainability, impact and SDG investing open new opportunities for governments, investors and the infrastructure industry" (S. 37). Es gibt keine speziellen Aktienindizes für Sozialinfrastruktur (S. 23/24). Als indirekte Investmentmöglichkeiten werden deutsche Kommunalobligationen und US Municipal Bonds erwähnt.

Erschreckend ist eher der Beitrag von Christian Kirchner mit dem Titel „Bei DEKA und DZ Bank droht ein Zertifikate-Disaster" vom18. März 2020 auf www.finanz-szene.de. Viele Zertifikate haben in der aktuellen Krise sehr hohe Verluste eingebracht.

Vermögende Anleger, Robo-Advisors, Wealth Tech und ESG

Understanding the mind of the German investor – 2019 German Wealth Management Research Report von Ernst & Young vom Februar 2020 enthält Daten einer Befragung von (vermögenden) internationalen und auch deutschen Geldanlegern. Interessant: Hohe Wechselbereitschaft und hohe Digitaloffenheit. Auf Seite 21 steht: "The data collected clearly shows that German clients still rely more on individual stocks and bonds than their European equivalents. At the same time, it's apparent that more specialized products, such as taxexempt investments, charitable and socially responsible investments, and passive products, are showing the greatest potential going forward."

Robo-Advising von Francesco D'Acunto und Alberto G. Rossi vom 30. Dezember 2019 ist sehr interessant, auch wenn ich nicht alle Erkenntnisse/Erfahrungen teile zB in Bezug auf das nötige Vermögen, die nötigen Kenntnisse und das Alter von Nutzern oder bezüglich systemischer Risiken. Der Beitrag führt viel interessantes aktuelles Research auf und ist auch für Regulatoren lesenswert. Das Konzept der Super Advisors (S. 22) finde ich besonders interessant. Die Kategorisierung von Robo-Advisors ist auch nicht schlecht. Meine Firma Diversifikator passt allerdings in keine de Kategorien. Ich werbe aber ja auch mit „80% anders".

Hier geht es auch um Bigtechs: Financial Operating Systems von Dirk A. Zetzsche,William A. Birdthistle, Douglas W. Arner und Ross P. Buckley vom 3. März 2020. Dort steht: “One of the most consequential and unexamined developments in global finance has been the recent emergence of massive concentrations of financial technology under the control of individual firms”. “They already dominate the world’s $50 trillion investment fund industry, where they play a critical role in asset management for pensions and institutional investors, and their ambitions are far greater”. Das ist relevant für “national security, antitrust, cybersecurity, and related theoretical issues” (alles aus dem Abstract). Es geht u.a. um Ant Financial, Alipay, BlackRock, Vanguard, und Facebook aber auch andere Assetmanager und Banken.“We have argued that ever-more parts of the asset management value chain will be integrated in ever-fewer FOS” (S. 58). Fazit: “The time for sober legislative and regulatory scrutiny is now” (S. 59).

It’s not (going to be) easy being green nennt sich der Blogbeitrag vom 16. März von Joachim Klement zum Thema EU Taxonomie (siehe auch http://prof-soehnholz.com/esg-enttaeuschung-kritik-an-asset-managern-und-taxonomie/). Und auch im folgenden Abschnitt geht es um Regulierung:

Teilweise anti-nachhaltig: Ideen des Sustainable Finance Beirates der Bundesregierung

Sustainable Finance-Beirat startet Konsultation seines Zwischenberichts heisst es am 5. März vom Bundesfinanzministerium. Ziel ist es, „eine Sustainable Finance-Strategie der Bundesregierung zu entwickeln. Damit soll Deutschland zu einem führenden Sustainable-Finance-Standort ausgebaut werden“ (s. hier). Dafür wurde eine sehr umfangreiche Liste an Konsultationsfragen zum Zwischenbericht erarbeitet. **Bis zum 3. Mai kann jeder noch an der Konsultation teilnehmen.**

Die Vielzahl an Ideen, die in den Bericht eingeflossen sind, ist gut. Mit der Konsultation soll die Wichtigkeit der einzelnen Ideen abgefragt werden. Ich bin aber skeptisch, ob das so zielführend ist.

Meine Kritik am Konsultationsformat: Es gibt zu je vier Antwortdimensionen für jede Frage, das ist zu komplex bei der Vielzahl der Fragen. Schlecht ist auch, dass oft Mehrfachfragen/-thesen mit nur einer Antwortmöglichkeit enthalten sind, obwohl ich sehr unterschiedlich auf die Teilaspekte antworten würde.

Was ich aber vor allem bemängele ist, dass wesentliche potenzielle Treiber ganz fehlen. So werden m.E. von der Finanzbranche vor allem Produkte angeboten, an denen sie viel verdienen kann. Im Zweifel sind das bekannte Produkte von Anbietern mit hohem Marktingbudget, die mit wenigen Erklärungen verkauft werden können. Bisher haben die Großen der Branche kaum nachhaltige Produkte angeboten bzw. wenn, dann waren diese meist allenfalls hellstgrün und alles andere als günstig.

Um das zu ändern, muss m.E. vor allem Folgendes getan werden um den Fondsmarkt generell und damit auch nachhaltige Fonds attraktiver zu machen: **Der Fokus sollte auf unabhängigen Informationen zu nachhaltigen Geldanlagen und Finanzierungen, ggf. mit einem öffentlichen „Informationsportal“, das aber auch aus kommerziellen Quellen gespeist wird, und MIFID-Erleichterungen, v.a. durch Bürokratiereduktion und**

Verzicht auf Taping, sowie auf unabhängigere Beratung („Provisionsverbot“) gelegt werden (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/passivkritik-passiv-und-esg-sind-gut/).

An dem ersten Thema arbeite ich mit der Sustainable Investing Kommission der DVFA (siehe z.B. http://prof-soehnholz.com/taxonomie-verantwortungsvoller-geldanlagen-praxisorientierter-vorschlag/). Dieses Thema wird in der Konsultation zumindest grundsätzlich thematisiert. MIFID-Verbesserungen und ein Provisionsverbot werden jedoch gar nicht thematisiert.

Sehr viel zu Fondskosten findet man in Global Investor Experience Study: Fees and Expenses von Morningstar vom 17. September 2019. Für einen wichtigen Branchenteilnehmer sind diese Aussagen bemerkenswert: “We believe that vibrant ETF markets can put fee pressure on open-end products …. As inherently ‚clean‘ share classes that exclude initial charges and ongoing commissions, ETFs are particularly well-suited for use in unbundled advice programs, which we maintain are an industry best practice” (S. 6). “Morningstar maintains that by lowering the cost of investment products via commission-free share classes and by unbundling other expenses from the cost of investment management, transparency improves and investors benefit” (S. 7). “In addition to lowering all-in costs for do-it-yourself investors, those participating in a fee-based advice model may accrue additional benefits from more-individualised service, including savings guidance, tax planning, and pension optimisation, which collectively add significant value to the investor experience” (S. 7). “In the worst possible outcomes from ‚bundling,‘ investors run not only the risk of receiving poor quality advice, but of receiving no advice at all” (S. 7). Dazu passt die deutsche Gebührenstruktur überhaupt nicht: „The sales method of combining front loads with trailing commissions is still the dominant model” (S. 29). Deshalb ist es nicht verwunderlich, dass Deutschland nach Kanada sogar die höchsten Kosten für Allokationsfonds hat (S. 12).

Auch manche der konkreten Vorschläge sehe ich kritisch, z.B. in Bezug auf Szenarioanalysen (bzw. Simulationen) und Bonussysteme. Da sie sich aber recht einleuchtend anhören, wird die Konsultation wohl eine hohe Zustimmung für diese Punkte ergeben.

Hier sind meine Kurzbegründungen zu den zwei Themen, die ich leider im Konsultationsformat nicht unterbringen konnte:

Szenarioanalysen sind eventuell anti-nachhaltig

Zunächst zu den mehrfach im Bericht angesprochenen Szenarioanalysen. „Die Grundidee der Szenarioanalyse liegt darin, Faktoren (das so genannte Gestaltungsfeld) zu identifizieren, welche die Zukunft des Untersuchungsgegenstandes (das Szenariofeld) beeinflussen …. Anschließend werden die Entwicklung bzw. die Entwicklungsmöglichkeiten dieser Faktoren prognostiziert, um aus den möglichen Entwicklungslinien der Faktoren kombinatorisch Zukunftsszenarien zu erstellen. …

Die Methode ist sehr aufwändig – nicht zuletzt deshalb, weil jeder betrachtete Schlüsselfaktor die Anzahl der Rohszenarien vervielfacht. Verglichen mit einer Expertenbefragung ist die detaillierte Analyse langwieriger und sie erfordert großen personellen und finanziellen Aufwand. Trotzdem kann sie keine sicheren Ergebnisse garantieren, sondern nur vage verschiedene Szenarien präsentieren. Je nach wissenschaftlichem Anspruch können für die Szenarien nicht einmal konkrete Wahrscheinlichkeiten angegeben werden.

Extrem-Ereignisse …. lassen sich in der Analyse nicht effizient aufnehmen. Gleichzeitig ist es aber gerade bei längeren Zeiträumen sehr unwahrscheinlich, dass überhaupt keine großen unerwarteten Ereignisse eintreten („Szenarioanalyse“ bei Wikipedia, abgerufen am 26.3.2020).

Und außerdem sind Prognosen sehr schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen (unbekannter Verfasser).

Mein Fazit: Wenn Szenarioanalysen (und Simulationen) verpflichtend werden, bedeutet das sicher viel zusätzlichen Aufwand aber noch lange nicht, dass damit Sustainable Finance gestärkt wird.

ESG-Bonus ist anti-nachhaltig

Ich habe in meinem Berufsleben schon mehrere Bonussysteme entwickelt. Das Problem ist, dass typischerweise mehrere Ziele erreicht werden sollen, z.B. individuelle Ziele, Team- oder Gruppenziele und Unternehmensziele. Meist werden dafür auch Ziele für mehrere Kriterien gesetzt, z.B. mehrere ökonomische und nicht-ökonomische Ziele. Außerdem werden Ziele oft auch noch zeitabhängig in Kurz-, Mittel- und Langfristziele unterschieden.

Für ESG-Boni muss man sich fragen, ob z.B. ein aggregierter besserer ESG-Score ereicht werden soll? Das könnte „nur“ mit besserer Governance erfolgen zu Lasten von E und S. Oder sollen separate Ziele für E, S und G gesetzt werden? Muss bei E auch noch nach Luft (CO2) und Wasser etc. differenziert werden ….

Wenn die Erreichung bzw. Nichterreichung jedes der Teilziele spürbare Bonusauswirkungen haben soll, muss der Bonuspool insgesamt sehr groß sein. Konkret: Je nach Basisgehalt jeweils mindestens 10.000 oder 100.000 Euro oder mehr für die jeweilige Zielerreichung. Zusätzliche Ziele führen deshalb meist zu einem größeren Bonuspool, bei dem höhere Einkommen meist auch erheblich höhere absolute Bonuspotentiale haben.

Die entsprechenden Ideen bzw. Vorschläge der Sustainable Finance Kommission (s. z.B. S. 29) hören sich deshalb zwar zunächst gut an, sind aber so eher anti-nachhaltig.

Wer sich näher zu diesen Themen informieren möchte, wird z.B. hier fündig:

Ana Albuquerque, Mary Ellen Carter, Luann J. Lynch: Complexity of CEO Compensation Packages, vom November 2015. Die Ergebnisse: Kompensation ist im Laufe der Zeit komplexer und damit intransparenter geworden und bringt damit mehr Risiko, dass zu viel gezahlt wird.

Alex Edmans, Xavier Gabaix, Dirk Jenter: Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence. Cesifo Working Papers vom Juli 2017: In dem Dokument wird deutlich, dass Kompensationssysteme von Führungskräften oft komplex sind und unklare Wirkungen haben und dass es bessere Eingriffsmöglichkeiten gibt: “Changing executives behavior by regulating pay is often less executive than directly curtailing the activity that causes the harm to others” (S. 92).

ESG Treiber, Regulierungskritik und vieles mehr (4-2020)

ESG Treiber habe ich den Text genannt, weil die wieder etwa 30 hier aufgeführten Researchtexte viele Argumente pro und nur wenig Kritik an Environmental, Social und Governance-Investments enthalten. Ein Fokus ist mal wieder Regulierungskritik. Vielleicht kann man durch die Teilnahme an der EU-Befragung (siehe unten) doch noch etwas Positives bewirken. Aber es gibt auch wieder Research zu Asset Allokationen und Robo-Advisors.

ESG Treiber: Das Umfeld

CO2 ist nicht alles: Aus Global methane emissions from oil and gas von der Internationalen Energieagentur vom 31. März 2020: „Methane emissions are the second largest cause of global warming. While methane tends to receive less attention than carbon dioxide (CO2), reducing methane emissions will be critical for avoiding the worst effects of climate change." …"The energy sector – including oil, natural gas, coal and bioenergy – is one of the largest sources of methane emissions,"… "In the case of CO2, it seems almost certain that global emissions will fall this year because of the global slump in economic output, transport activity and fossil-fuel combustion caused by the coronavirus (COVID-19) pandemic. However, a similar drop in methane emissions from oil and gas cannot be taken for granted, even if oil and gas consumption falls".

Schlechte Luft erhöht das Coronorisiko wohl erheblich: Siehe Exposure to air pollution and COVID-19 mortality in the United States von Xiao Wu und Rachel Nethery et al. vom 5. April 2020.

Sind E-Autos gut? Elektroautos doch besser fürs Klima in 95% der Welt von Solarify vom 27- März 2020. Der Beitrag bezieht sich auf diese kostenpflichtige Quelle: „Net emission reductions from electric cars and heat pumps in 59 world regions over time" von Florian Knobloch et al. aus Nature Sustainability vom 23. März 2020. Zitate: „Die Forscher führten Lebenszyklusanalysen durch, in denen sie nicht nur die Treibhausgasemissionen berechneten, die bei der Nutzung von Autos und Heizungen, sondern auch in der Produktionskette und der Abfallverarbeitung entstehen."

Materialität ist dynamisch: Aus Embracing the New Age of Materiality – Harnessing the Pace of Change in ESG vom World Economic Forum und der Boston Consulting Group vom März 2020: S. 5 "What is financially immaterial to a company or industry today can become material tomorrow, a process called "dynamic materiality". S. 7: "The rate at which issues that are currently immaterial become material is accelerating." Interessant finde ich auch: S.11: „32% increase in US plant-based food sales since 2017" und seit "Greta" und schon vor der Coronokrise: "Airplane passengers declining month-on-month in Sweden".

Klimamodelle sind nicht für kurzfristige Entscheidungen geeignet: Are climate models reliable investment inputs? heisst der Beitrag von Christopher Goolgasian von Wellington Management vom Oktober 2019. Zitate: „Climate models have one important, unpredictable variable: human activity that affects the amount of greenhouse gas (GHG) emissions in the earth's atmosphere. The effort society makes to reduce GHG emissions can alter the trajectory of scientific projections about atmospheric conditions that affect land-surface temperature, rainfall amounts, and many other physical climate variables" (S. 2). …."climate models

anticipated the temperature increases with extraordinary accuracy" (S. 3). Aber: "Climate refers to weather averages over a 30-year period" (S. 3).

Misstrauen und Krisen können gut für nachhaltige Investments sein: In Drivers of Investor Motivations for impact investments: The case of microfinance von Julia Meyer, Annette Krauss und Kremena Bachmann vom 15. April 2019: S. 27: "we also test for a measure of distrust in financial markets and find this variable to be strongly related to the share of SI investments in the portfolio." (SI = sustainable investments) … "From a policy perspective, this outcome could imply that sustainable products are striving especially in times after financial crises when investors exhibit low levels of trust in the financial market."

ESG Treiber: Performance

Relativ geringe Verluste von Klima-fokussierten Aktien und solche mit hohen ESG Ratings im ersten Quartal: ESG stocks did best in COVID-19 slump, HSBC Research Insights vom 25. März 2020.

Ähnliches von Morningstar: Sustainable Funds Weather the First Quarter Better Than Conventional Funds von John Hale vom 4. April: "These funds were helped by a focus on companies with strong ESG profiles and less exposure to energy. …Perhaps the biggest reason for their outperformance is that sustainable funds appear to have benefited from selecting stocks with better ESG credentials."

Und auch für Deutschland: Nachhaltige Aktienfonds konnten Drawdown in Corona-Phase reduzieren in Abslolut Research News vom 8. April: „Im dem Zeitraum 20.02. bis 03.04. haben die konventionellen Fonds im Mittel einen Verlust von -25,6 % erlitten. Produkte mit Nachhaltigkeitsansatz kamen auf einen Rückgang von -24,8 %."…" es fällt jedoch auf, dass Nachhaltigkeit damit einen höheren Beitrag zur Risikominderung des Portfolios leisten konnte als beispielsweise quantitative Low-Risk- oder Quality-Strategien." (siehe auch http://prof-soehnholz.com/passive-allokationsportfolios-und-esg-relativ-gut-in-q1-2020/).

ESG Treiber: ESG Ratings, Marketing und Greenwashing

ESG-Rating sind komplex und trotzdem ähnlich: Nachhaltigkeitsratings sind besser standardisiert, als man denkt von meinen Kollegen Gunnar Friede und Henrik Pontzen von der Sustainable Investing Kommission der DVFA vom 25. März in der Börsenzeitung (Paywall): Die Autoren vergleichen einfache Kreditratings mit komplexen ESG-Ratings: „Sowohl der Beobachtungshorizont als auch die Anzahl zu berücksichtigender Kriterien sind bei der ESG-Bewertung ungleich größer, und es bedarf nicht allein quantitativer, sondern auch qualitativer Gewichtung." Und in Bezug auf eine vielzitierte Studie von Florian Berg, Julian Koelbel und Roberto Rigobon schreiben sie: „Die Konsistenz der Ratings ist vor allem im E-Bereich und größtenteils im S-Bereich hoch." …„Größere Abweichungen gibt es …. wenn man die Ratings von KLD/MSCI hinzunimmt."

CSR Kommunikation ist sehr wichtig: Corporate reputation and the future cost of equity von Benjamin Pfister, Manfred Schwaiger und Tobias Morath vom 22. März 2019 in Business Research Jg. 13 Nr. 1 von 2020, S. 343–384: „We assess the relationship between corporate reputation and the future cost of equity. We find a robust negative association between the levels of the two variables, whereas changes in reputation only show a significant

short-term impact on the future cost of equity in the case of reputational damage." (S. 372). Und "an increase (gain) in reputation affects our risk proxy considerably less than a decrease (loss) in reputation does" (S. 373).

Diese Impactkritik ist zu hart: Neues Hobby: Schönfärberei in Handelsblatt Business Briefing Nachhaltige Investments vom 10. April von Susanne Bergius auf den Seiten 2 bis 5. Ich bin durchaus ESG-kritisch (siehe http://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/), aber die hier vertretenen Thesen sind meines Erachtens teilweise zu streng. So kann der Kauf einer Aktie eines Gesundheitsunternehmens, vor allem wenn es ein gutes ESG Ratings hat, Impact haben, wenn auch nur indirekt. Denn mit höherer Nachfrage werden solche Unternehmen gestärkt gegenüber anderen und Impact kann auch ohne explizite (aufwändige) Messung durch das Unternehmen generiert werden.

Aber Banken müssen noch sehr viel tun: Kurswechsel bei deutschen Banken: WWF-Rating zur Integration von Nachhaltigkeit in Kerngeschäftsfeldern der 14 größten Banken Deutschlands von Claudia Hafner, Rolf Häßler und Parisa Shahyari vom Januar 2020: „Das Gesamtergebnis des 1. WWF-Bankenratings in Deutschland zeigt deutlich, dass die größten deutschen Banken ihrer Verantwortung für die klimaverträgliche und nachhaltige Gestaltung von Wirtschaft und Gesellschaft bislang nur ansatzweise nachkommen und ihr Potenzial für eine Erreichung der Pariser Klimaziele sowie der SDGs bei Weitem nicht ausschöpfen" (S. 64). In Bezug auf das Fondsangebot der Banken bin ich erheblich skeptischer als die Autoren. Nachhaltige Fonds für Privatkunden wurden bisher nur selten aktiv angeboten und viele der nachhaltig genannten Fonds sind ziemlich weichgespült.

Immer mehr Fonds auf der ESG Welle: „The Number of Funds Considering ESG Explodes in 2019" von Jon Hale von Morningstar am 31. März 2020: "Nearly 500 funds added ESG criteria to their prospectuses for the year." … "Having more funds recognize the relevance of ESG is a good thing for investors who, after all, are paying their fund managers to bring to bear all material, relevant information in making investment decisions" … "At the same time, investors should be aware of the differences between sustainable funds and ESG Consideration funds. Those who want to orient their investments around sustainability and impact should focus on sustainable funds, the ranks of which are also growing rapidly."

Kann man immer noch ESG Pionier werden? ESG investing: the rise of a new standard Current ESG trends and future challenges for financial institutions von Wolfgang Schlaffer und Kollegen vom Banking Hub von zeb vom 18. März 2020: "If all financial institutions will need to comply with new minimum regulatory requirements, certain players may choose to adapt their business and operations more aggressively, e.g. by adapting their product shelf to ESG solutions, integrating ESG factors into their investment processes, etc., in order to position themselves on the market as ESG pioneers and attract new clients or investors." Traurig aber wahr ist, dass viele traditionelle Finanzdienstleister nach so vielen Jahren Diskussionen über ESG immer noch ESG-Pioniere werden können, weil die ESG-Diskussionen in der Vergangenheit meist nicht zu umfassenden ESG-Aktionen geführt haben.

Assetmanager mögen Voting und Engagement lieber als einschränkende Maßnahmen: The ESG Landscape May Not Be What You Think It Is von Aziza Kasumov, Alana Pipe vom 31. März 2020 bei Fundfire: "Significantly more institutional assets have been allocated to equity ESG strategies that practice active ownership compared to those that positively screen for certain factors, a FundFire analysis of eVestment data, self-reported by asset managers,

shows." (siehe auch http://prof-soehnholz.com/esg-kritiker-grosse-aktive-fondsanbieter-in-der-defensive/).

Passiv Treiber: Probleme von Asset-Allokationen und aktiven Managern

800 Jahre Evidenz, dass Zinsen niedrig bleiben? Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311-2018 vom 30. Oktober von Paul Schmelzing aus Harvard. S. 74: "There is little unusual about the current low rate environment which the "secular stagnation" narrative attempts to display as an unusual aberration"… "the trend fall in real rates has coincided with a steady long-run uptick in public fiscal activity; and it has persisted across a variety of monetary regimes" (S. 74). "With regards to policy, very low real rates can be expected to become a permanent and protracted monetary policy problem" (S. 75). Um im Abstract steht: "suggestions about the "virtual stability" of capital returns, and the policy implications advanced by Piketty (2014) are in consequence equally unsubstantiated by the historical record."

Aber Angebot und Nachfrage sind wichtiger als Zinsniveaus: The Expected Return on Risky Assets: International Long-run Evidence von Dmitry Kuvshinov und Kaspar Zimmermann vom Februar 2020: "From the perspective of a potential investor, average past realised returns and risk premia are likely to overestimate future returns to holding risky assets. This is especially true for housing …" (S. 31). …"Turning to broader implications, we show that trends and fluctuations in expected returns are largely unrelated to those in safe interest rates. This suggests that factors affecting the relative demand and supply of risky and safe assets – such as changing risk appetite and asset quantities – are the key drivers of these secular trends, and of asset price variation more generally" (S. 31).

Schwierigere Immobiliendiversifikation: An Investigation of the Synchronization in Global House Prices, Swiss Finance Institute Researchpaper von Martin Hoesli vom 9. März 2020: "A review of the literature and an empirical analysis using OECD house price indices provide evidence of the greater comovement of housing markets globally, this being especially striking at the city level" (S. 8).

Aktive Manager sind auch in der Krise schlecht: Aktive Manager patzen genau dann, wenn sie brillieren sollten in institutional money online am 30.3. 2020: „Von aktiven Vermögensverwaltern geführte Fonds hinken laut Bernstein Research im März um 1,3 Prozentpunkte den wichtigsten Indizes hinterher. In Europa lagen entsprechende Portfolios 3,3 Punkte zurück. Die traurige Tatsache ist, dass die Mehrheit der aktiven Manager nicht in der Lage war, mit der Benchmark Schritt zu halten" (siehe auch http://prof-soehnholz.com/passive-allokationsportfolios-und-esg-relativ-gut-in-q1-2020/).

Aktive Manager haben offenbar kaum eine Chance auf Outperformance: The Active Manager's Conundrum von Fei Mei Chan und anderen von S&P Dow Jones Indices vom März 2020: „In sum, we posit that most managers would prefer: Below-average volatility, because of its association with higher returns, higher fees, and easier asset gathering; Above-average dispersion, because stock selection skill is worth more when dispersion is high, and; Above-average correlation, because the cost of concentration associated with active management will be lower when correlations are high. The active manager's conundrum arises because these things almost never occur at the same time."

Banken und Mischfonds in Not: Gibt die Corona-Krise dem Wertpapier-Geschäft den Rest? fragt Christian Kirchner am ersten April 2020 bei Finanz-Szene: „Der ETF- und Passiv-Boom zeigt aber auch, dass für die (bezogen auf die Gesamtbevölkerung) wenigen Kunden, die sich überhaupt für eine Wertpapieranlage interessieren, die klassischen Modelle mit einem Paket aus Ausgabeauschlägen, Verwaltungsgebühren und Bestandsprovisionen ein Anachronismus sind". …„Unsere Analyse dazu schlossen wir im Herbst mit zwei Fragen: „Kann es sein, dass die Ära des Mischfonds vorüber ist? Und das ausgerechnet jetzt, wo die Banken auf Provisionserträge dringender angewiesen sind denn je?" Inzwischen lässt sich das mit einem zweimaligen „Ja" beantworten. 2019 hat sich der Mischfondsabsatz nochmals halbiert gegenüber 2018. Und das alles vor Corona."

Große Stiftungen performen besser, weil sie stärker auf niedrige Investmentgebühren setzen in The Risk, Reward, and Asset Allocation of Nonprofit Endowment Funds von Andrew Lo, Egor Matveyev und Stefan Zeume vom 24. März 2020: "Only large funds with AUM exceeding $100 million and endowments in higher education outperform an asset-class benchmark."…" Last but not least, higher investment returns are associated with better governance, lower expense ratios, and lower investment management fees" (S. 20).

Ist monatliche Trendfolge so gut wie tägliche? Daily vs. Monthly Trend-Following Rules…Plus Some DIY Tools von Valeriy Zakamulin vom 7. April 2020. Ich arbeite bisher mit Tagesdaten (siehe hier) und bin auf die weiteren Ergebnisse von Zakamulin gespannt.

Digitaltreiber: Anlegerverhalten und Robo-Advisors

Nachdem ich das interessante Buch „Gier – Wie weit würdest Du gehen?"von Marc Elsberg gelesen habe, habe ich mir dahinterstehende Quellen angesehen, speziell An evolutionary advantage of cooperation von Ole Peters und Alexander Adamou vom 24. Mai 2018. Zumindestens die Zusammenfassung ist verständlich: "Pooling and sharing reduces the amplitude of fluctuations and, therefore, increases the long-time growth rate for cooperators. Put simply, cooperators' resources outgrow those of similar non-cooperators. This constitutes a fundamental and widely applicable mechanism for the evolution of cooperation."

Zu familiär ist nicht gut: Familiarity breeds short-termism von Ellapulli Vasudevan vom 23. Oktober 2019: "Fostering long-term financial investments has been on the agenda of regulatory policymakers for many years. Despite considerable discussion about the negative impact of short-term trading, close to nothing is known about its determinants. In this paper, I show that familiarity is associated with investor short-termism" (S. 1).

Misstrauen kann zu mehr Robo-Nutzung führen: Robo-Advisors: A substitute for human financial advice? von Lukas Brenner und Tobias Meyll vom März 2020: "Our results suggest that using robo-advisors is strongly negatively related to relying on human financial advisors. More-over, we document that this effect is more pronounced among those investors who are afraid of being victimized by investment fraud …" (S. 8).

Vanguard-Roboaktivitäten und Modellportfolios: The Latest In Financial Advisor #FinTech (April 2020) von Michael Kitces vom 6. April 2020: "Vanguard is now actively piloting its "Digital Advisor" robo-advisor platform, which is being positioned as a 'downmarket' 0.15%/year fully automated alternative at half the price of its human-CFP Personal Advisor Services (at 0.30%/year)… though by building various custom allocations

of existing Vanguard funds, looks in practice more like a "custom target date fund" solution that is actually pricing *up* Vanguard's existing funds at 3X the cost (as a fee for designing the asset allocation) instead?" Und zu einem anderen Thema: "The goal of model marketplaces was to fill the void between fully-outsourced TAMPs (where advisors delegate both the investment research model design *and* its implementation) and the full do-it-yourself approach (where advisors retain responsibility for both designing their investment models and implementing them), as a midpoint where advisors could access third-party strategies that design and "manage" the models, but advisors retain responsibility (and control) to implement the trades themselves (or not) through their own rebalancing software." …"In the end, model marketplaces only "work" – in actually directing investments to asset managers – if there's already a base of advisors *using* the software to shop in the model marketplace in the first place…".

ESG Treiber: Regulierung

Detaillierte und heftige Kritik an der Technischen Expertengruppe (TEG) bzw. der geplanten Klimabenchmarkverordnung der EU: Unsustainable Proposals- A critical appraisal of the TEG Final Report on climate benchmarks and benchmarks' ESG disclosures and remedial proposals von Noël Amenc und Frédéric Ducoulombier von Scientific Beta vom Februar 2020. "The proposals of the TEG fail to deliver on the main objectives of the Climate Benchmarks". Kritisiert wird vor allem: "the overly prescriptive nature of the proposal and its anchoring on broad-universe capitalisation weights"…. "We also recommend that the respect of the decarbonisation target of an index strategy be assessed in relation to its non-decarbonised version rather than the market benchmark" (S. 59) und "we have grave reservations about the novel "carbon intensity" measure introduced by the proposal" …"even casual observation of the proposed metric is sufficient to reveal multiple flaws." "By providing an unneeded subsidy to coal divestment, the exotic carbon metric of the TEG allows less ambitious decarbonisation programmes to meet the requirements for qualification as Climate Benchmarks." …„Another key issue with the metric the TEG suggest for assessing decarbonisation is its consideration of Scope 3 emissions, which by the very admission of the TEG will not be fit for the purpose of stock selection "for the foreseeable future." As Scope 3 emissions are larger than the sum of Scope 1 and 2 emissions by an order of magnitude, their combination will drown out any corporate-level signal present in Scope 1-2 emissions in a sea of noisy product and activity based Scope 3 estimated emissions." (S. 60). "The proposal of the TEG also dramatically fails to enhance transparency and enable market participants to make well-informed choices when it comes to the incorporation of ESG factors into Benchmarks."… "material costs for Benchmark administrators" „the overall informational potential of these "minimum" disclosures is low" (S. 61).

Der BVI zur Taxonomie: Magdalena Kuper in BVI „Nachhaltigkeit ist größtes Regulierungsprojekt der nächsten Jahre" vom 30.3.2020: **„**Die Expertengruppe der EU-Kommission hat Anfang März einen Abschlussbericht veröffentlicht … Allein das sind schon über 600 Seiten Papier, obwohl es vorerst um nur zwei der insgesamt sechs ökologischen Ziele und nur sieben besonders klimarelevante Branchen ….geht." **„**Die Asset Manager können selbst entscheiden, ob sie die Taxonomie auf die Anlagestrategie ihrer nachhaltigen Fonds anwenden wollen. Wer sich dagegen entscheidet, muss dies lediglich in den Fondsunterlagen klarstellen. Nachhaltige Fonds müssen aber den Anteil des Portfolios offenlegen, der in ökologisch nachhaltige Aktivitäten nach der Taxonomie investiert ist." …**„**Immerhin schreibt die Taxonomie eine Berichtspflicht für Unternehmen aus der EU vor.

Das ist aber nur ein erster Schritt. Denn Asset Manager investieren weltweit, und nur 7.000 der weltweit 50.000 börsennotierten Unternehmen haben ihren Hauptsitz in der EU.“ …„die EU will, dass alle Berater voraussichtlich ab Mitte 2021 die Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer Kunden im Rahmen der Anlageberatung und Vermögensverwaltung abfragen müssen.“

100 ESG-Antworten bis zum 15.7.: Bis zum 15. Juli können die mehr als 100 Fragen der Consultation on the renewed sustainable finance strategy noch beantwortet werden. Ob sich die Mühe der Antwort lohnt, weiß ich nicht, aber ich habe es trotzdem gemacht. Aber schon die Fragen zu lesen zeigt, was alles auf uns zukommen kann. **Meine Hauptkritik: Viel zu viel Bürokratie/Detailvorgaben: Kommerzielle ESG Ratings sind viel besser als Detailvorgaben der EU. Die EU müsste vor allem auf internationale/globale Standards, Missbrauchsvermeidung (z.B. grobe Mindeststandards für ESG Ratings setzen) und Education von Multiplikatoren setzen.**

PASSIV IST GUT FÜR ESG: VIEL NEUES RESEARCH ZU ESG, WEALTHTECH UND MEHR (5-2015)

„Passiv ist gut für ESG Investments“ kann man aus vielen Researchnews schließen. Da ich zunächst berichten wollte, dass Diversifikator zum zweiten Mal in Folge zu den innovativsten Wealthtech100 der Welt gehört (s. hier), sind inzwischen sogar über 40 aktuelle Researchbeiträge mit Fokus auf verantwortungsvolle Investments und Wealthtech zusammengekommen. Vielleicht für manche überraschend: Incidents, Engagement und Robo-Fondsanalyse sind nicht sehr effizient und zwei nachhaltige B2C Robo-Advisors geben auf. Erschreckend aber nicht überraschend: Die sehr vielen Detailanforderungen der geplanten ESG-Reportingpflicht der EU.

Passiv ist gut für den Verkauf von ESG Investments: Die Angebotsperspektive

Verantwortungsvolle Indexfonds verkaufen sich in den USA besonders gut: Despite the Downturn, U.S. Sustainable Funds Notch a Record Quarter for Flows von John Hale, Morningstar.com vom 9. April: “Sustainable funds in the U.S. attracted $21,4 billion in net flows in 2019, 4 times the previous calendar-year record.” …. “Despite the sudden descent of equities into a bear market halfway through the quarter, estimated net flows for the 314 open-end and exchange-traded sustainable funds available to U.S. investors reached $10.5 billion in the first quarter, easily eclipsing the previous quarterly record set in 2019’s fourth quarter.” …. ” close to 80% went to index funds”. Und in Bezug auf das Risiko-Renditeprofil: „Deutlich schlechter als die Benchmark schnitt lediglich das SRI-Konzept des MSCI Emerging Markets ab.“

Mehr als 3 Jahre nach dem Start des passiven Deutsche Aktien ESG Portfolios von Diversifikator: Lyxor listet ersten ESG-ETF für deutsche Aktien auf Xetra am 22. April auf institutional money.com: „Mit dem neuen Lyxor 1 DAX 50 ESG UCITS ETF bieten wir Anlegern erstmals die Möglichkeit, nach einem ESG-Auswahlverfahren auf einfache, transparente und kostengünstige Weise in einen deutschen Aktienindex zu investieren“, erklärt Arne Scheehl, Head of Product Development bei Lyxor ETF in Frankfurt.“ **Mein Kommentar:** Die Bestandteile des Index sind nicht sehr überzeugend. Meine Selektionskriterien sind wesentlich härter und trotzdem wurde seit der Auflage des Portfolios Ende 2016 eine attraktive Rendite bei einem akzeptablem Risiko erreicht (siehe auch

https://prof-soehnholz.com/neues-passives-deutsche-aktien-esg-portfolio-fokus-auf-gute-unternehmensfuehrung/).

Selbst Großbanken sind noch nicht gut bei nachhaltigen Angeboten: Sustainable Investing Capabilities of Private Banks – Report #3: Assessment of 20 European Banks von Taeun Kwon und Volker Paetzold von der Universität Zürich aus 2019: "In general, we observe that the industry is moving at a fast pace. Compared to 2018, when very few banks had a dedicated discretionary mandate for clients interested in sustainable investing, by 2019 all but two of the participating banks had such a mandate" (S. 5). "Despite progress, SI is still not a strategic priority for top management, reflected in the low ratio of SI assets under management" (S. 12). "There is a big gap between what clients need and how banks are serving them" (S. 24). Über die Deutsche Bank: Limited impact investing offering (Offers green bonds, S. 45 (siehe auch https://prof-soehnholz.com/esg-kritiker-grosse-aktive-fondsanbieter-in-der-defensive/).

Dazu passend: Deutsche Banken sind keine guten Produktinnovatoren, siehe Aktuelle Innovationsstrategien gefährden Zukunft der Banken Kostensenkungen statt neue Geschäftsmodelle von Prof. Dr. Torben Schubert vom 27. April 2020 (s.a. Fraunhofer).

Auch BCG ist pro ESG: Asset Management in Germany—The Problem Goes Deeper Than the Crisis von Johannes Burkhardt et al. von der Boston Consuting Group vom April 2020: **"**The real threat to the industry is not the crisis; it is underinvestment in true innovation" (S. 2). "A roadmap for COVID-response … Revisit firm mission and translate purpose in context of crisis; accelerate integrating ESG in core investment processes (S. 10).

Passiv ist gut für ESG Investments und Performance

Seit 2017 performen ESG Fonds gut: Quantifying ESG fund performance von Raina Oberoi und Guillermo Cano von MSCI Research vom 6. April 2020: "….the top 20 ESG funds … over the 10-year period ended December 2019 …outperformed the MSCI USA Index by 0.78% on an annualized basis. This return premium was especially pronounced since 2017."

Auch Scope findet gute ESG-Performance: Krise verleiht Nachhaltigkeit Eindruck (kein Link) heißt der Beitrag aus der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 22. April (S. 13). Dort steht in Bezug auf eine Analyse von Scope: „So schlugen nachhaltige globale Aktienfonds ihre nicht nachhaltige Alternative um 1,76 Prozent im ersten Quartal 2020. Zugleich wiesen die auf Nachhaltigkeit gemünzten Fonds eine niedrigere Volatilität auf" (siehe auch https://prof-soehnholz.com/passive-allokationsportfolios-und-esg-relativ-gut-in-q1-2020/ und zu Aktienfonds aktuell von Morningstar für die USA).

SRI ETFs sind am strengsten: Die Welt der Nachhaltigkeits-ETFs erklärt Jürgen Fritzen am 17.4. in einem guten Beitrag im Private Banking Magazin. „Inzwischen können Anleger aus einem Produktangebot von 174 Aktien- und 62 Anleihen-ETFs mit ESG-Ansatz wählen." „Bemerkenswert ist, dass speziell nach den Kursabschlägen im März 2020 alle betrachteten ESG-Indizes mit einer Outperformance gegenüber dem MSCI World endeten."…. „Die auffälligsten Veränderungen bei der Länderallokation sind, dass die USA bei allen ESG-ETFs an Gewicht verlieren und Deutschland sowie Australien, die Niederlande und Dänemark davon am meisten profitieren können." …„Energy verliert in jedem Index an Gewicht." (siehe

auch https://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/)

Strengere ESG Indizes sind besser: MSCI ESG Indexes during the coronavirus crisis von Zoltan Nagy und Guido Giese vom 22. April: "Although the current conditions have only existed for a few months, we observed a positive performance contribution from ESG across four select MSCI ESG indexes (representing tilt, optimization and best-in-class selection approaches) and across some regions during Q1 2020. These results were consistent with longer-term performance." **Mein Kommentar:** Den Tabellen kann man entnehmen, dass die strengsten (SRI) Indizes YTD und auch auf 1, 3 und 5 Jahre die beste Performance hatten.

Ist der positive ESG-Tipping Punkt schon erreicht? The search for ESG alpha by means of machine learning – a methodological approach von Joachim Erhardt vom 6. Januar 2020. "Although ESG alpha appears inconclusive under current market conditions, it is proposed that market innovation and regulatory pressure will force a near term 'ESG tipping point' where the inherent benefits of ESG will enable superior market returns" (abstract).

Nachhaltige Anleihen liefern Outperformance: How Did Sustainable Fixed-Income Weather First Quarter? von Benjamin Joseph von Morningstar vom 24. April 2020:"In 2019, 52% of sustainable fixed-income funds outperformed their respective category median and only 11.5% of them landed in their category's bottom quartile." … "Not only did sustainable fixed-income strategies stay ahead during the sell-off, but they also beat their conventional counterparts even more decisively over the first part of the quarter."

Dekarbonisierungsstrategien könnten sich für Anleger lohnen: Decarbonization Factors von Alex Cheema-Fox et al. vom 11. November 2019. "In the face of accelerating climate change, investors are making capital allocations seeking to decarbonize portfolios by reducing the carbon emissions of their holdings. To understand the performance of portfolio decarbonization strategies and investor behavior towards decarbonization we construct decarbonization factors that go long low carbon intensity sectors, industries, or firms and short high carbon intensity" (abstract). **Mein Kommentar:** Interessant, aber wenig praxisrelevant, weil die Messung von Dekarbonisierung und die effiziente Umsetzung von Shorting problematisch sind.

Die Beimischung von islamischen ETFs kann positiv sein: Diversification Benefits of Shari'ah Compliant Equity ETFs in Emerging Markets von Panagiotis Andrikopoulos und Samar Gad vom 23. Oktober 2018 (nur Abstract verfügbar). **Mein Hinweis:** Das Islamic ETF-Portfolio Diversifikator wurde schon 2016 gestartet.

Passive nachhaltige thematische Fonds können interessant sein: A Look at the Thematic Funds That Offer a Sustainable Focus von Morningstar vom 16. April 2020: "Water funds and alternative energy funds account for the lion's share of sustainable thematic funds" …. "Other themes that make up a smaller portion of the thematic funds' universe include clean tech, wind, rare resources, and energy transition." …"Though thematic funds are often used with the hopes of boosting returns over the investment period, they can also help investors reduce portfolio risk—including ESG risk." **Mein Kommentar:** Seit Anfang 2020 bietet Diversifikator ein Portfolio aus 12 passiven sogenannten Impact-ETFs an.

Ich bin skeptisch in Bezug auf aktive thematische Fonds: Global Thematic Funds Landscape von Morningstar Manager Research vom Februar 2020: Zusammenfassend: Zunehmendes Angebot und Nachfrage vor allem in Europe aber schlechte Performance der überwiegend aktiv gemanagten Fonds (S. 1). „Investors in thematic funds are making a trifecta bet. They are betting that they are: 1. Picking a winning theme. 2. Selecting a fund that is well-placed to harness that theme. 3. Making their wager when valuations show that the market hasn't already priced in the theme's potential. The odds of winning these bets are low, but the payouts can be meaningful."

Passiv ist gut für ESG Investments und die Umsetzung

„ESG-Incidents" sind relativ unwichtig: Stock Price Overreaction to ESG Controversies von Bei Cui und Paul Docherty vom 17. März 2020. When news about an ESG controversy is released, investors overweight the probability that this event will be repeated in the future and therefore overreact to the news. Consistent with this overreaction, we report that there is a negative announcement effect when news about ESG controversies is released, but these returns mean-revert over the subsequent 90 days."

Engagement wird stark überschätzt: Asset Manager Reporting on Climate-Risk Engagements: "What It Tells Us About a Firm's Approach to Stewardship – A survey of selected European and U.S. asset managers' climate-related engagement disclosures" von Jackie Cook von Morningstar vom 17. April 2020. "Engagement can be defined as a form of active ownership involving communications, in person or otherwise, between investor and company management to address ESG-related issues and influence how companies are run. Engagements are typically conducted in private and may extend over months or years and address multiple issues" (S. 1). Für 20 große Assetmanager hat Morningstar in Managerreports von 2016 bis 2020 nur ca. 70 klimarelevante Engagementfälle gefunden (eigene Analyse auf Basis der Tabellen auf den Seiten S. 17ff) und das, obwohl „some asset managers undertake engagements with a narrow focus on portfolio value" (S. 1). Hinzu kommt: "A notably weak area in engagement disclosure is reporting on how engagement progress is measured and disclosing quantitative summaries of outcomes. Only one asset manager, LGIM, reported engagement outcomes quantitatively" (S. 18; siehe auch https://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/),

DWS kritisiert Inequality, aber tun die was dagegen? How Covid-19 could shape the ESG landscape for years to come von Michael Lewis und Murray Birt vom DWS Research institute: "The major financial winners since the GFC (Sö: Global Financial Crisis) ten years ago have been the super-rich helped by rapid asset price inflation such as in real estate and equities. We cannot afford this to be the outcome of this crisis. We expect addressing inequality will need to become an even greater priority for governments. Companies must play their role and not leave it for taxpayers to foot this bill yet again" (S. 1) … "We therefore see covid-19 entrenching the strategic importance of sustainable investments particularly focused on healthcare, education and financial inclusion" (S. 4).

Vielleicht lohnen sich die PRI doch für Anleger: Responsible Institutional Investing Around the World von Rajna Gibson et al., Swiss Finance Institute vom 24. März 2020 mit Fokus auf Investment Manager: "Our results show that institutional investors who join the PRI exhibit better portfolio-level ESG performance" (S. 20). …."When we analyze PRI

signatory strategies, we however find evidence that negative screening, integration, and engagement lower portfolio risk" (S. 22).

Zum Vergleich: Am 28.3. hatte ich eine andere Studie wie folgt zitiert: **PRI lohnt sich für Fondsanbieter, aber nicht für Anleger**. Das sieht man in Assessing Active Managers' Commitment to ESG: Evidence from United Nations Principles for Responsible Investment, Arbeitspapier von Soohun Kim und Aaron S. Yoon vom 17. März 2020. „First, we find that signatory funds experience a large fund inflow …. Second, PRI funds on average do not exhibit improvements in fund-level ESG scores after signing, while they do show a decrease in portfolio return and alpha. Third, they vote less on environmental issues and their stock holdings experience increased environment related controversies. … Overall, we conclude that only select signatories make visible changes to ESG while most signatories experience a big increase in flows" (S. 23).

Mögliche Erklärung der unterschiedlichen Ergebnisse: Die erste Studie vergleicht PRI-Unterzeichner (Fondsanbieter und institutionelle Anleger) mit Nicht-Unterzeichnern, die zweite das Verhalten von Unterzeichnern im Laufe der Zeit.

ESG ist gut für Unternehmen, aber es droht Überregulierung

Bessere ESG Scores zahlen sich aus: ESG Corporate Social Responsibility and Market Efficiency: Evidence from ESG and Misvaluation Measures von Yannik Bofinger, Kim J. Heyden und Björn Rock vom 8. April 2020: "Our analysis reveals that ESG is indeed a relevant driver of firm valuation." …. "An increase in the ESG score expands misvaluation for already overvalued firms (i.e. market inefficiency), but moves undervalued firms towards the true value (i.e. market efficiency)" (S. 28).

Ein gutes ESG-Rating kann bei schlechten News helfen: Good News, Bad News, No News: The Media and the Cross Section of Stock Returns von Hans-Jörg Naumer und Burcin Yurtoglu vom 19. Februar 2020: "We examine the effect of media tonality on the cross section of stock returns with a special emphasis on companies' ESG attributes …."…."We can show that a high ESG scoring or a high company size respectively have an insurance like effect for bad news (Shiu and Yang 2017), while stock returns amplify both for low ESG score and a low market capitalization in case of a positive tonality. Valuation seems to be a good protection against negative news but also intensifies the effect of positive news." …. "This insurance like effect of ESG, valuation and size cannot be expanded to an investment strategy as portfolios constructed with the previous month MTI show a slight tendency of a trend reversal" (S. 14).

Grüne Investoren sind gut für die Luft: Environmental Impact Investing von Tiziano De Angelis, Peter Tankov und Olivier David Zerbib vom April 3, 2020: "we show that the uncertainty about the environmental risks reduces the ability of green investors to discriminate between the most and least emitting companies, which encourages companies to increase their emissions compared to the case without uncertainty. …. We show that when the fraction of assets managed by green investors doubles, companies' carbon intensity drops by nearly 5% per year" (S. 33).

Irrer ESG Reporting-Overkill der EU: Joint ESA consultation on ESG disclosures: Die ESMA-Konsultierung, an der noch bis Ende August teilgenommen werden kann, verlangt ein

sehr detailliertes ESG Reporting mit mehr als 30 Pflichtindikatoren (Principle Adverse Impact Statement, s. S. 53-63). **Mein Kommentar:** Die EU sollte lieber das sehr viel einfachere und trotzdem umfassende Policy for Responsible Investment Scoring der DVFA nutzen.

Passiv ist gut und relativ einfach

Aktienmarktverluste seit 1870 im Überblick: What Prior Market Crashes Can Teach Us About Navigating the Current One von Paul Kaplan von Morningstar vom 16. April. "Given what this data shows about the regularity of market declines, it's clear that market risk is about more than volatility. Market risk also includes the possibility of depressed markets and extreme events. These events can be frightening in the short term, but this analysis shows that for investors who can stay in the market for the long run, equity markets still continue to provide rewards for taking these risks."

Einfache Verlustmaße sind hilfreich: Drawdows von Otto van Hemert et al. von der MAN Group vom 23. April 2020: "The maximum drawdown statistic is rarely calculated," (S. 1) …"a pre-set drawdown rule may prevent peak risk taking." … "Total-return (or Sharpe-ratio) rules are best at measuring the constant ability of a manager to create positive returns. Drawdown-based rules, on the other hand, are better suited to deal with a situation where a manager abruptly loses their skill. In reality, the two are complementary" …. "consider a time-varying drawdown rule. The probability of hitting a certain drawdown level naturally increases over time" (S. 15/16).

Warum liefern aktive Manager Underperformance, wenn es so einfach ist? Dispersion and Alpha Conversion -How Dispersion Creates the Opportunity to Express Skill von Michael Mauboussin und Dan Callahan von Morgan Stanley Investment Research vom 14. April 2020. „Dispersion is one way to measure the opportunity set, and there is solid research behind the idea that high dispersion presents the opportunity for skilled managers to generate excess returns" (S. 12).

Fees matter: Active Investing as a Negative Sum Game: A Critical Review von Geoffrey Warren vom 22. Januar 2020. Das Ergebnis der Literaturüberprüfung lautet: „Existing evidence suggests that retail investors who pay high fees and do not have access to manager selection skill might think twice before using actively managed funds. ….For institutional asset owners that have access to segregated mandates at a low fee, and feel confident in selecting managers, the chances of success from an active approach can be much higher" (S. 17). **Mein Kommentar:** Ich bezweifele, dass "much higher" "high enough" ist.

Einfach ist besser als aktiv 1: One Factor World von Mikhail Samonov vom April 2020: "For the past decade, asset managers have been educating clients about factor investing as it became the new norm. And yet after all these years, portfolios are still composed of one factor: Equity Beta." …." Q1 of 2020 really brought home the concept of the Equity Risk Factor. When Economic Growth came to a halt, alongside the expected equity market crash, almost every other type of investment declined sharply as well – from traditional diversified portfolios to risk parity, factor investing, most non-government fixed income and most commodities, private equity, real estate and the majority of hedge funds." Mit Zahlen zum ersten Quartal und dem Fazit: "the simple U.S. 60/40 portfolio continues to crush the alternatives". **Mein Hinweis:** Das globale 60/40 Portfolio hatte eine vergleichbare Rendite und die Multi-Asset Portfolios performen ähnlich.

Einfach ist besser als aktiv 2: Solutions to Four Investment Puzzles von Alex Bryan vom 10. April auf Morningstar.com. "Although they are better trained and better equipped than ever, most active stock fund managers have failed to beat their index peers. … Even simply weighting all stocks equally pays off." … "Simple rules are easier to test, more consistent, and less susceptible to biases that can hurt performance."

Passiv ist gut: Viele aktive Strategien haben in der aktuellen Krise nicht funktioniert

Was in den USA gilt, könnte auch hier der Fall sein: Advisor Portfolio Models Underperformed When Markets Tanked von Berenice Napach vom 22. April 2020: "Conservative models lagged the furthest behind their benchmarks" … "The typical advisor was overweight credit risk and underweight rate risk — a bad combination in this environment," according to the guide written by Brett Mossman, head of BlackRock Portfolio Solutions, and Patrick Nolan." Mein Hinweis: Jährliches Rebalacing schneidet Blackrock zufolge besonders gut ab. Diversifikator nutzt ebenfalls jährliches Rebalancing.

Hohe Risiken von Quant Stategien: Three Quant Lessons from COVID-19 von Marcos López de Prado vom 27. März 2020: "It is common for academics and practitioners to run tens of thousands of historical backtests in order to identify a promising investment strategy. The best performing backtest is then reported as if a single trial had taken place, and selected for publication, or for launching a new fund. As a result of this selection bias, most published discoveries in finance are false. This fact explains why many funds have not performed as expected, including but not limited to the recent performance of quant funds during the COVID-19 crisis. It is trivial to produce a historical walk-forward backtest with a high Sharpe ratio, by trying thousands of alternative model specifications. Virtually no academic papers report the number of trials involved in a discovery" (S. 10). "Most strategies are backtested over decades (sometimes even centuries!) to imply that they work under all market regimes. And yet, the current zero-rate environment makes those backtests unrepresentative" (S. 14).

Auch diese Strategie funktioniert nicht (mehr): RP Crest: Die Volatilitätsrisikoprämie ist nicht mehr für AM geeignet! Auf institutional money.com am 22. April. "Van Randenborgh und sein Team beobachten seit gut zehn Jahren eine kontinuierliche Abflachung der Volatilitätsrisikoprämie (VRP). Dies liegt sicher in Teilen auch an dem niedrigen Zinsumfeld, als Hauptgrund vermuten wir jedoch die Effizienz der hoch technologisierten Market Maker von Optionen."

Trendfolge kann funktionieren: You Can't Always Trend When You Want von Abhilash Barbu el al von AQR vom September 2019. "Our results show that lower performance for trend following in the current decade is almost entirely explained by a lack of large risk-adjusted market moves (positive or negative). …. Looking ahead, this suggests that trendfollowing strategies should be able to deliver performance more in line with full sample results going forward if the size of market moves reverts to levels more consistent with the long-term historical distribution of returns" (S. 10). Siehe auch https://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/

Time Series Momentum muss aber nicht funktionieren: Time series momentum: Is it there? von Dashan Huang et al. vom 10. Januar 2019: **"**statistically, the evidence for TSM is weak in asset-by-asset time series regressions and a pooled regression accounting for size

distortions. Economically, we show that the performance of the TSM strategy is likely driven by differences in mean returns, not predictability“ (S. 25).

Faktor Investing funktioniert nur, wenn man gut Prognostizieren kann: Factor Performance 2010-2019: A Lost Decade? Von David Blitz von Robeco vom 27. März 2020: “The factors in the widely used 5-factor model of Fama and French (2015) experienced a lost decade, with a negative return on average, and each individual factor falling well short of its long-term average return. As it turns out, this is not unprecedented in history, but in fact remarkably similar to the performance of these factors over the 1990-1999 decade. Expanding the analysis we find that many factors which are not endorsed by Fama-French did deliver a positive premium over the 2010-2019 decade” (S. 6). … “Our findings also question the classic ambition of the asset pricing literature to reduce the entire ‘factor zoo’, i.e. the hundreds of alleged factors, to just a handful of factors that should explain the entire cross-section of stock returns” (S. 7), siehe auch https://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/).

Spezial-ETFs sind nicht immer gut: The Performance of Exchange-Traded Funds von David Blitz und Milan Vidojevic von Robeco vom 23. September 2019: “We show that the performance of ETFs is not as impressive as one might expect it to be, as investors in these ETFs have collectively realized a performance that does not appear to be much different from the performance that can be expected from the conventional actively managed mutual funds” (S. 20). Wenn man nur die “Market ETFs” betrachtet, ist das anders. Die Faktor, Levereade etc. ETFs sind dagegen teilweise relativ schlecht (s. Exhibit 7 auf S. 12).

Auch diese Studie überzeugt mich nicht von den Vorteilen von Lebenszykluskonzepten: How sub-optimal are age-based life-cycle investment products? vonGaurav Khemka, Mogens Steffensen und Geoffrey J. Warren vom 29. Juli 2019: „ …there is only modest potential to improve product design by considering balance as well as age, and that most of the benefit might be captured through a clever consideration of age” (S. 20).

Passiv ist gut aber Robos und Wealthtech sind etwas für Profis

Der Nutzen der quantitativen Fondsanalyse von Morningstar ist sehr gering: Rating a Robo-Rater von David Nanigian vom 31. Dezember 2019. „…. all of the value of the Morningstar Quantitative Rating™ was solely attributable to its “robo-rater’s” assessment of expense ratios” (S. 9). “The Morningstar Analyst Rating™ is considerably more valuable than the Morningstar Quantitative Rating™ because the human analysts that assign the Morningstar Analyst Ratings are effectively using “soft information” in assigning ratings” (S. 10). **Mein Kommentar:** Ich vermute, dass der festgestellte Zusatznutzen der Analyst-Ratings stark sinkt, wenn man weitere Faktoren wie „Skin in the Game“ der Portfoliomanager berücksichtigt, also wie viel eigenes Geld in den Fonds investiert ist.

Automatisierte Stupser bringen denen mehr, die es weniger brauchen: Fintech Nudges: Overspending Messages and Personal Finance Management von Sung Lee vom 3. November 2019: “when implemented properly, nudges can shape households’ behavior in the way the designer of the nudges intends. In addition, nudges can be easily implemented with the help of technology” (S. 32). “However, the use of nudges should be handled with care. When the nuisance of the nudges is negative, they could also result in unintended behavior; the

participants may react to them by selectively paying less attention to their financial status from feeling guilty of overspending" (S. 32). "The effects of nudges are more pronounced for the users who are older, have higher liquid wealth, are more finance-savvy, are newly introduced to the app, or live in a city with high education levels." (S. 31).

Robo-Advisors sind für erfahrene Anleger attaktiver als für Einsteiger: Acceptance of robo-advisors: Effects of financial experience, affective reactions, and self-enhancement motives von Christoph Hohenberger, Chaiwoo Lee und Joseph F. Coughlin vom 30. Juli 2019: "results showed that people with higher (vs. lower) self-assessed financial experience exhibit lower (vs. higher) levels of anxiety and higher (vs. lower) levels of joy towards the thought of using a robo-advisor" (Zusammenfassung).

Nutzer und Anbieter von Robo-Advisors können viel falsch machen: Human interaction with automated aids: Implications for robo-advisors von Megan L. Bartlett und Jason S. McCarley vom 6. November 2019. "Robo-advisors, a type of automated decision aid, offer consumers a cost-efficient alternative to traditional financial advisory services. Because aids do not always produce correct judgments, however, users may fail to act appropriately on their advice. To anticipate and protect against suboptimal aid use, designers need to understand the variables that influence automation trust and dependence, including the operators' inherent biases, and the characteristics of the automated system itself. This paper reviews the literature on human interaction with decision aids, aiming to inform the design of robo-advisory platforms" (abstract).

(Vanguards) Hybrid-Ansatz funktioniert gut: Who Benefits from Robo-advising? Evidence from Machine Learning von Alberto Rossi und Stephen Utkus vom 10. März 2020. "We study the effects of a large U.S. hybrid robo-advisor on the portfolios of previously self-directed investors. Across all investors, robo-advising reduces investors' holdings in money market mutual funds and increases bond holdings. It also reduces idiosyncratic risk by lowering the holdings of individual stocks and US active mutual funds and raising exposure to low-cost indexed mutual funds. It further eliminates home bias by significantly increasing international equity and fixed income diversification. Over our relatively short sample period, it increases investors' overall risk-adjusted performance. …. Investors who benefit from advice are those with little investment experience, those with prior high cash holdings, and those with high trading volume before adopting advice. Investors with little mutual fund holdings and clients invested in high-fee active mutual funds also display significant performance gains. … The evidence suggests that those investors who benefit more from advice are also more likely to sign up and less likely to quit the service" (S. 30). **Hinweis:** Mehr Thesen, Fragen und aktuelle Literatur zu Robo-Advisors siehe hier und auch https://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/

ESG-Wealthtech ist noch nicht wirklich erfolgreich

Künstliche ESG Intelligenz gilt als wichtig, ist aber problematisch: Transforming Paradigms – A Global AI in Financial Services Survey vom World Economic Forum und der University of Cambridge vom Januar 2020: „AI is widely adopted in the Investment Management sector, where it is becoming a fundamental driver for revenue generation." … "Findings from the survey show that 59% of all surveyed investment managers are currently using AI in their investment process" (S. 99). "Judging from respondents' perceptions on the

current contribution of AI to investment returns, AI-enabled impact assessment and sustainable investing appears to possess the highest correlation with high AI-induced returns". (S. 100). "…however, real-world adoption may still be thwarted by data-related issues and a lack of algorithmic explainability" (S. 101). **Mein Kommentar:** Ich habe noch nirgendwo verlässlich gesehen, dass maschinelles Lernen (ML) bessere Renditen oder niedrigere Risiken bringt. Aber die Transparenz sinkt bei einem ML/KI Einsatz. Das bedeutet, dass Anlegerrisiken steigen.

Zwei nachhaltige B2C US Robos geben auf: Open Invest hat sein Geschäftsmodell im November 2019 geändert, wie man an den Selbstbeschreibungen am Ende der Pressemitteilungen von Oktober und November und dem Inhalt der Mitteilungen ab November sehen kann. Danach verfolgt der Nachhaltigkeits-Robo-Advisor jetzt vor allem ein B2B-Modell. Und Digitization in the brokerage business is shrewd – Motif investing is closing schreibt Efi Pylarinou am 21. April auf Daily Fintech: "MOTIF Investing, one of the earliest innovators in the digital investing space in the US, is shutting down. ….Motif portfolios will be moved over to Folio Investing that has been competing with Motif." …"The brokerage business is in danger to stop innovating, simply because commissions have gone to zero and the Schwab`s of the world have caught up with fractional ownership offerings, direct indexing, low cost financial advice and more." **Mein Hinweis:** Etwas Hintergrund dazu siehe hier. Zu Angeboten in Deutschland siehe https://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/.

ESG Researchnews und neue Wealthtech-Entwicklungen wie Direct Indexing (5-2020)

ESG Researchnews enthält wieder über 30 Beiträge zu CSR (Corporate Social Responsability), Geldanlage generell, Alternatives, Wealthtech, Direct Indexing, ESG (Environmental, Social, Governance) Geldanlageangebot und -Nachfrage, Greenwashing, ESG-Risiken und -Renditen. Fazit: CSR und ESG werden wichtiger, Indexing nimmt weiter zu und weil Standardindizes Nachteile haben, gilt das auch für Self Indexing und Direct Indexing.

ESG Researchnews: Corporate Social Responsibility (CSR)

McKinsey sagt, dass sich Inklusion und Diversität auszahlen: Diversity wins. How inclusion matters von Vivian Hund et al. von McKinsey & Co. vom May 2020. "The business case for I&D remains strong; companies should act with urgency. … Companies will typically require a step change in the level of courage and boldness they have displayed so far" … "greater diversity, in terms of both gender and ethnicity, is correlated with significantly greater likelihood of outperformance. More than that, fostering a diverse and inclusive culture is a critical success factor" (S. 47).

Differenzierte Emissionspolitikwirkungen: Your Emissions or Mine? Examining How Emissions Management Strategies, CSR Performance, and Targets Attract Equity Capital von Joseph Johnson, Jochen Theis, Adam Vitalis und Donald Young vom 27. März 2020. "Using a controlled experiment, we predict that investors will react more favorably if firms mitigate direct rather than indirect emissions because reducing direct emissions will be perceived as

more socially responsible; however, due to the diminishing marginal utility of CSR investment (Flammer 2013, 2015), investors' will only react when firms' prior CSR performance is poor versus good. We also predict that adopting an external emissions target will make firms' efforts to reduce indirect emissions seem less sincere and therefore negatively effect investor reactions. Our results are consistent with our predictions …" (S. 25).

McKinsey zeigt Unternehmen, wie man den Wasserfußabdruck reduzieren kann: Water: A human and business priority von Thomas Hundertmark et al. vom Mai 2020. Interessant: Shifting to renewables could save water (Exhibit 2). "As with other key components of climate change, the time has come to address the water crisis head-on. Businesses have a key role to play." (vgl. https://www.esg-data.com/blue-economy von Dennis Fritsch et al.).

Es gibt nur wenige Unternehmen mit hohem positiven Impact: ISS SDG reveals holistic SDG impact rating von Elena Johansson vom 6. Mai. "The SDG Impact Rating has assessed an initial universe of more than 6,500 companies across all industries holistically and found that, so far, only 3% of them have a significant positive impact on the SDGs" (vgl. https://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

Das ESG-Reporting selbst der 50 größten europäischen Unternehmen muss besser werden: Falling short? Why environmental and climate-related disclosures under the EU Non-Financial Reporting Directive must improve vom Climate Disclosure Standards Board vom Mai 2020. "Only 3 in 10 companies fully disclose the environmental and climate-related aspects of their business model" (S. 2).

Non-financial Incentives sind wichtiger als Boni: Cooperation in a Company: A Large-Scale Experiment von Marvin Deversi, Martin G. Kocher und Christiane Schwieren vom März 2020. "This paper provides novel evidence on how cooperative attitudes of employees are related to professional behavior and rewards within a large company. We observe high levels of cooperation among employees …. In addition, we document a robust negative nexus between cooperative attitudes and financial appreciation, and a positive nexus between cooperative attitudes and non-financial rewards" (S. 27/28).

Neues zu generellen Geldanlagethemen

Wenige Aktien treiben die US-Märkte an: Do Stocks Outperform Treasury bills? von Hendrik Bessembinder vom 28. Mai 2018 (nach Hinweis von Klement on Investing am 13. Mai). "While the overall US stock market has handily outperformed Treasury bills in the long run, most individual common stocks have not." … "The positive performance of the overall market is attributable to large returns generated by relatively few stocks."… " Rates of underperformance are highest for small capitalization stocks and …for stocks that have entered the database in recent decades"….. "slightly more than 4% of the firms account for all of the net stock market gains" (S. 33). …"the actual skewness in long horizon CRSP stock returns is strong" (S. 34; CRSP = *Center for Research in Securities Prices).*

Drei große Faktorinvestmentprobleme: Alice's Adventures in Factorland: Three Blunders That Plague Factor Investing von Rob Arnott et al. vom 11. April 2019: "Factor investing …. success is compromised by three problems that are often underappreciated by investors. First, many investors develop exaggerated expectations about factor performance as a result of data

mining, crowding, unrealistic trading cost expectations, and other concerns. Second …. factor returns can experience downside shocks far larger than would be expected. Finally, investors are often led to believe their factor portfolio is diversified" (abstract).

Lieber Momentum-ETFs statt managed Futures Fonds kaufen? When it pays to follow the crowd: Strategy conformity and CTA performance von Nicolas Bollen, Mark Hutchinson und John O'Brien vom 19. Juni 2019: "Funds that are more unique tend to underperform, after controlling for risks and styles, irrespective of holding period. …. In summary, the best performing CTAs trade largely on momentum, and offer investors exposure to this strategy" (S. 18; CTA sind Commodity Trading Advisors bzw. Managed Futures Fonds).

Eine gute Investment Philosophie ist wichtig: A Viral Market Update VIII: A Crisis Test – Value vs Growth, Active vs Passive, Small Cap vs Large! vom Investment-Philosophie-Spezialisten Aswath Damodaran vom 13. Mai: "I don't believe that artificial intelligence and big data will rescue active investing, since any investment strategies built purely around numbers and mechanics will be quickly replicated and imitated. Instead, the future will belong to multidisciplinary money managers, who have well thought-out and deeply held investment philosophies, but are willing to learn and quickly adapt investment strategies to reflect market realities" (vgl. https://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/).

Finanzbildung kann wirken: Financial Education Affects Financial Knowledge and Downstream Behaviors von Tim Kaiser, Annamaria Lusardi, Lukas Menkhoff und Carly Urban vom April 2020 ist " …a meta-analysis of 76 randomized experiments with a total sample size of over 160,000 individuals. The evidence shows that financial education programs have, on average, positive causal treatment effects on financial knowledge and downstream financial behaviors. Treatment effects are economically meaningful in size, similar to those realized by educational interventions in other domains and are at least three times as large as the average effect documented in earlier work. ….We conclude with a discussion of the cost-effectiveness of financial education interventions."

Alternatives-Anlagen sind schwierig, nicht nur für nachhaltige Anleger

Riesige Sektorunterschiede bei Immobilienaktien: Analysis: What are REITs saying about private real estate? vom von Christopher O'Dea vom IPE Real Asset Magazine May/Juni. „Cap rates are indicating vulnerability for hotels, casinos, senior housing, and malls" …. „Sectors benefiting from the uptick in demand for connectivity and data usage, such as cell towers and data centres" (vgl. https://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/).

Beitrag zu grünem Gold und weitere gute Beiträge: Run auf Gold – aber wie? Von Susanne Bergius vom 8. Mai 2020 im Handelsblatt Business Briefing Nachhaltigkeit Seite 2 - 5.

(Teure) Liquid Alternatives haben nur für sehr gute Strategieprognostiker funktioniert: 4 Pain Points for Liquid Alternatives in 2020's First Quarter von Erol Alitovski und Bobby Blue vom 4. Mai 2020 zur Coronakrisenperformance: "not all alternative strategies struggled. Managed-futures strategies, which held up well in the global financial crisis, generated positive returns, on average, whereas most other strategies were negative. ….

Some of the exposures that performed the worst in liquid alternatives portfolios include the value factor within risk premium strategies, event-driven strategies, structured credit, and options strategies."

Wealthtechnews: Fractional Shares, Direct Indexing und mehr

Aktienbruchstückkäufe können ETFs Konkurrenz machen: As Motif exits stock-bundle game, Schwab piles in with ‚Slices,' fulfilling a pledge to offer free fractional shares von Brooke Southall vom 6. Mai 2020. "selling investors fractional stock shares with zero trading costs …. Schwab was first to announce its entry into the market in late 2019, but Fidelity beat it to the punch by introducing fractional shares in February". … „The only few firms that have provided this, historically, were Folio, Apex Clearing [formerly Penson Clearing], and Interactive Brokers," says Sanjeeb Rajput, chief revenue officer of Empaxis Data Management, Inc. ". … "RBC now does it on a limited omnibus account level basis for firms like Acorns and Wealthfront." **Mein Kommentar:** Mit kostenlosen Käufen von Bruchstücken von Aktien kann man sehr günstige diversifizierte Aktienportfolios erwerben und braucht dafür keine ETFs mehr.

Motif ist an Themen ETFs und Direct Indexing Konkurrenz gescheitert: The Latest In Financial Advisor #FinTech (May 2020) von Michael Kitces vom 4. Mai 2020: „as it turns out, the approach of thematic investing was so popular that Motif wasn't the only platform to pursue it… so did the 'entire' domain of ETFs, which in the 10 years since Motif launched grew from $1T to over $4T of AUM, and more than 2,000 new ETFs were launched (with a net gain of more than 1,000 ETFs even after others were merged or closed)". …"the theme was already shifting away from creating pre-packaged baskets of thematic portfolios – from motifs to ETFs – and into creating 'custom' direct indexing solutions, where companies like Ethic Investing began to offer alternatives to thematic ETFs by allowing investors (or their advisors) to establish their own ESG screens and create their own custom basket of stocks (managed, thanks to technology, almost as easily as simply buying an ETF or motif)" (vgl. https://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/).

Schwab will Direct Indexing anbieten: To leapfrog ahead in direct indexing, Schwab to buy Motif technology and hire Hardeep Walia and much of his staff von Brooke Southall vom 8. Mai 2020. "The Charles Schwab Corp. announced today (May 7) that it will pay cash for the technology and intellectual property of Motif, a data-driven thematic portfolio firm that will give Schwab the capability to do direct indexing without a mutual fund or ETF." …." Motif will catapult Schwab to the head of a growing movement toward direct indexing, a way to sell indexes both more cheaply and in more customized fashion than many ETFs."… „We intend to leverage Motif's platform to build on Schwab's existing capabilities and help accelerate our development of thematic and direct indexing solutions for Schwab's retail investors and RIA clients," says Neesha Hathi, Schwab's executive vice president and chief digital officer." … "The technology and intellectual property Motif had built was unique. For example, direct indexing directly to retail investors with as little as $10,000 who otherwise wouldn't have acces), thematic investing capabilities, and the ability to set up ESG- and SRI-screened filters, which is huge for millennials and for women investors," he explains (Sanjeeb Rajput, chief revenue officer of Empaxis). "The Schwab-Motif deal bears similarities to Fidelity's acquisition last year of direct indexer, Ethic, a New York City startup." …"The other big RIA custodians do not currently have the capability to setup ESG- and SRI-screened filters, and some of them do not believe in thematic investing as they believe it is controversial." (Josh

Levin von OpenInvest). …. ““Passive and custom passive asset management will soon become an embedded service on wealth platforms across the industry. In the post-fund world, account-level personalization becomes seamless and low-cost, which is great news for clients, advisors, and ESG advocates alike.“

Goldman Sachs kauft ESG Robo: Goldman Sachs buys Folio to gain an RIA-custody toehold, and gets robo-advisors in the bargain, days after Schwab buys Motif von Oisin Breen vom 15. Mai:“Goldman bought ESG manager Imprint Capital Advisors in 2015 and this deal extends that purchase. „Folio owns the largest ESG only RIA firm – First Affirmative and the SRI Conference, which is the largest and longest running ESG conference in the world,“ Rajput says. „Goldman Sachs will be able to utilize these current hot trending items in the market to go after millenniums, women investors, and new investor clients.“

Direct Indexing und ESG sind für US Robo-Advisors attraktiv: Bringing Transparency to Robo Investing vom 4. Mai 2020 (Edition 15 of the Robo Report© First Quarter 2020). “Many of the SRI portfolios tracked in the Report outperformed their non-SRI counterparts on a net-of-fees basis in the first quarter, as well as the one- and two- year trailing time periods. Those that did underperform their non-SRI portfolios at the same provider did not underperform by a wide margin” (S. 3).

“Fractional shares have also opened the door to a strategy called direct indexing. Direct indexing involves buying the underlying shares of an index instead of an ETF or fund that tracks that index. Prior to fractional shares, this technique required a large account balance, but this is no longer the case. Direct indexing offers three advantages. The first is it increases the opportunities for tax-loss harvesting. The second is it creates the ability to customize a portfolio to include or exclude certain assets from an index. For example, an investor may want to own the S&P 500 but exclude tobacco companies. The third benefit is that it can reduce costs, by eliminating the need to purchase a mutual fund or ETF. While direct indexing is being implemented at some firms, like Interactive Advisors and Wealthfront, it has yet to become widely adopted. We do not expect direct indexing to have significant impacts on the investment management market in the near- or mid-term, but it may have profound impacts on the fund industry in the long-term“ (S. 16).

ESG Researchnews: Angebot und Nachfrage steigen

ESG-Fonds haben sich dieses Jahr gut gehalten: Nachhaltigkeitsfonds können doch nicht auf Wasser gehen (aber fast) von Ali Masarwah von Morningstar vom 28. April 2020. „Abflüsse im März können positives Gesamtquartal nicht ganz eintrüben. Vermögen marktbedingt allerdings rückläufig. Aktiv verwaltete ESG-Fonds werden weniger vom Trading-Verhalten getroffen als ESG-Indexfonds.“

ESG bringt Assets: Sustainability and Private Wealth Investment Flows von Amir Amel-Zadeh, Rik Lustermans und Mary Pieterse-Bloem vom 15. April 2020. “Our main results …. show significantly larger investment flows into assets with a high sustainability rating compared to those with low sustainability rating. Furthermore, …. we find that investors who regularly receive information about the sustainability ratings of their portfolio assets, react to changes in these ratings by rebalancing their portfolios towards assets with higher sustainability rating” (S. 30; vgl. https://prof-soehnholz.com/esg-paradox-einfach-zu-verkaufen-und-trotzdem-nicht-angeboten/).

Gute Corona-Analyse von Rockefeller Capital Management: 5 ESG Implications from COVID-19 von Casey Clark vom 6. Mai 2020. "1. Accelerates growth as ESG strategies outperform … 2. Shines aspotlight on the "S" in ESG … 3. Underscores the importance of shareholder engagement …. 4. Acts as a tailwind for long-term "green" policies … 5. Generates concern about data security and privacy".

Das ESG-Nachfragepotential ist hoch: Nachhaltiges Leben 2020 Marken und Medien in der Pflicht von Spiegel Media und Polycore vom Dezember 2019" fokussiert sich … auf eine »gehobene Dialoggruppe«, die sich stark mit nachhaltigen Themen beschäftigt" (S. 2). „Durch die gesamte Studie zieht sich der Wunsch der Dialoggruppe nach mehr Unterstützung und Orientierung" (S. 3). „Eine zentrale und wieder bestätigte Erkenntnis aus der Basis-Studie ist, dass nachhaltige Konsumenten per se keine Werbe- und Konsumverweigerer sind. Ganz im Gegenteil: Sie sind überaus daran interessiert, Partnerschaften mit den richtigen Marken einzugehen" (S. 4). „Ca. 50 % geben an, keine nachhaltigen Finanzinstitute zu kennen. Dafür könnten sich fast 60 % der Finanz-Interessierten einen Wechsel vorstellen, unter den Frauen sogar 66 %. … Insgesamt ist die Gen Z in diesem Bereich informierter und aktiver: 26 % sind bereits Kunde bei einer nachhaltigen Bank" (S. 25).

Kann braun grün sein? Wie klimafreundlich sind Klimafonds? Von Hortense Bioy von Morningstar vom 20. Mai 2020. …..„viele Climate Clean Energy/Tech-Portfolios in stärker diversifizierte Unternehmen, die auch kohlenstoffintensive Geschäfte betreiben, investieren" …."eine Mehrheit der Ex-Fossil Fonds (60%) in gewissem Umfang an fossilen Brennstoffen beteiligt sind" …"Am bemerkenswertesten ist die große Rolle vom Geschäft mit Thermalkohle bei Green Bond-Fonds." …. „Die Fondsgruppen mit dem niedrigsten Carbon Risk Score sind Ex Fossil Fuel und klimafreundliche Fonds, gefolgt von Low Carbon Fonds. Auf der anderen Seite weisen Climate Solutions und Clean Energy/Technologoy-Fonds tendenziell mehr Kohlenstoffrisiko auf."

Asset Manager sollten die Basics beachten und Menschenrechte wichtiger nehmen: Point of No Returns Part II – Human Rights An assessment of asset managers' approaches to human and labour rights von Felix Nagrawaia von Share Action vom April 2020. "The number of modern slavery victims in global supply chains today is believed to stand at around 16 million, roughly the same number of enslaved people as during the transatlantic slave trade in the 18th century" (S. 4). …."84 per cent of asset managers do not have a policy to exclude sovereign bonds issued by countries under international sanctions for human rights abuses." (S. 6). … "47 per cent of the world's largest asset managers, with over US$45 trillion in assets under management, lack policy commitments prohibiting investments in controversial weapons banned by international arms treaties. Controversial weapons include weapons of mass destruction such as nuclear, chemical and biological weapons, and weapons that cause indiscriminate or excessive harm, such as cluster munitions and anti-personnel mines" (S. 11). …"Many asset managers that state they have controversial weapons exclusions in fact only cover cluster munitions and anti-personnel mines, while weapons of mass destruction (chemical, biological and nuclear weapons) appear far less frequently" (S. 12). … 54% per cent of asset managers with sole "reliance on external data providers for ESG data" (S. 19). Rankingbeispiele: Robeco (1), BNP (2), L&G (3), Allianz (18), DWS (19), Union Investment (23), Blackrock (47), DEKA (59), Vanguard (69), Dimensional (70) vgl. 22ff.

ESG Researchnews: Voting, Engagement und Wertpapierleihe

Sollten Indexfonds kein Engagement betreiben? The uncertain stewardship potential of index funds von Jill Fisch vom 1. Januar 2020. "Index funds offer their investors broad diversification at low cost, a model that is in tension with demands for high quality firm-specific engagement. Further, to the extent that stewardship encompasses pursuit of broad societal goals or balancing economic and non-economic objectives, index funds lack the tools to do so in a way that is faithful to the interests of their beneficiaries" …. (S. 125).

Indexfonds nutzen Stimmrechte: (Black)Rock the Vote: Index Funds and Opposition to Management von Joseph Farizo vom 13. Mai 2020: "I find that index funds are more aggressive when voting their proxies on these *Family Does Not Hold Actively shares* than when voting on *Family Holds in Active & Index shares* that are held in both the family's active and index funds"… showing that index funds engage in governance through proxy voting" (S. 28).

Verantwortungsvolle Anleger sollten ihre Aktien nicht verleihen: Beyond Mechanics: The Intersection of Securities Lending and ESG Investing von Bridget Realmuto La Perla und Travis Whitmore von State Street Asscociates vom ….: "short selling, facilitated by securities lending, improves market efficiency and allows for the proper allocation of capital, ….. While research indicates that short selling does not destroy a company's long-term value, the relationship between short selling and material ESG performance is unclear" (S. 2). … "a body of academic evidence indicates that short sellers are informed in that they anticipate price declines. However, they are not responsible for driving asset prices down" (S. 4). … "Currently, lender to borrower transparency is limited due to privacy agreements between brokers and borrowers" (S. 7). **Mein Kommentar:** Mir fällt kein überzeugender Grund ein, warum ernsthaft verantwortungsvolle Anleger Leerkäufe der von ihnen gehaltenen Aktien unterstützen sollten. Kein Anleger, der sein Geld nur guten ESG-Unternehmen gibt, sollte seine Aktien verleihen, nur um seine Kosten geringfügig zu senken.

Unzufrieden mit bestehenden ESG Benchmarks? Self ESG Indexing nimmt zu: Shell's Dutch scheme introduces own ESG benchmark von Leen Preesman vom 18. Mai auf IPE.com. „Last week, the €8.7bn Dutch Pensioenfonds PostNL announced it had developed its own tailormade sustainable index for European equity" (vgl. https://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/).

ESG Researchnews: Performance

ESG ist gut für Unternehmen und Anleger: Bei ESG-Fonds kommt die Performance auf Umwegen von Ali Masarwah von Morningstar vom 19. Mai 2020. Er findet „…16 von 21 Nachhaltigkeitsindizes höhere Werte beim Financial Health Faktor gegenüber ihren Nicht-ESG-Äquivalenten aufweisen. Das bedeutet, dass die Gefahr geringer ist, dass diese Unternehmen in finanzielle Schieflagen geraten als die Unternehmen im Nicht-ESG-Index. Allerdings sind hier die USA und Großbritannien prominente Ausnahmen" und dass sie …. „weniger als ihre Nicht-ESG-Äquivalente während Abwärtsmärkten verloren haben". …"ESG-Portfolios haben Eigenschaften, die Investoren mögen und das dürfte langfristig zu vorteilhaften Ergebnissen führen."

Sozial zu sein, zahlt sich für alle aus: Investing in firms with better record on social issues pays, finds study von Jasper Jolly am 18. Mai in The Guardian. "BlackRock's analysis, co-authored by the company's vice-chairman Philipp Hildebrand, suggested that companies with stronger "social" scores on factors such as better customer relations and better workforce management did better in the turmoil, as did those whose boards were judged to be more effective and independent".

ESG hilft beim Risikomanagement: Sustainability in the time of uncertainty von Ola Mahmoud und Julia Meyer vom 11. Mai 2020. "We provide evidence that during one of the worst stock market crashes in history, sustainably rated stocks have proven most resilient from both a stock market risk and return perspective. At the same time, we show that in the subsequent rebound period, ESG metrics do not prove as good predictors of stock market performance. … "we are therefore capable to provide causal evidence on the efficiency of ESG scores to predict future stock market risk and return during a period of increased uncertainty. … These findings indicate that firms as well as investors should approach sustainability as a key resilience property complementing traditional risk factors" (S. 45).

US Unis profitieren von ESG-Investing: Financial Performance of Sustainable Investing vom Intentional Endowments Network vom Februar 2020: The studies and examples in this report show that sustainable investing strategies can yield strong financial performance. Like any investment strategy, some approaches will be more successful than others, depending on a variety of complex factors, from portfolio construction to the skill of individual managers (S. 28).

Aber muss ESG Investing so kompliziert sein? Optimal Strategies for ESG Portfolios von Fabio Alessandrini und Eric Jondeau vom Swiss Finance Institute vom April 2020. "Maximizing the portfolio (inserted: ESG) score while maintaining the tracking error, the turnover, and the regional, sectoral, and risk factor exposures within stated limits would have allowed investors to generate a substantially higher score with no deterioration in the risk-adjusted performance of the portfolio, while controlling for the risk exposures. This main result holds for the four main regions and the worldwide investment set, for the main ESG criteria, and for different sample periods (2007–2018, 2007–2012, and 2013–2018)" (S. 24/25; vgl. https://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-kann-einfach-guenstig-und-gut-sein/).

ESG Analysevielfalt: Viel valide Kritik (6-2020)

ESG Analysevielfalt enthält dieses Mal nur etwa 20 Researchbeiträge, die ich in den letzten zwei Wochen gefunden habe und die ich für diesen Blog als interessant genug einschätze. Ich habe viel mehr Beiträge gelesen, aber die Qualität vieler Analysen lässt meines Erachtens sehr zu wünschen übrig. So gibt es viele oberflächliche Veröffentlichungen, die suggerieren, dass ESG sehr attraktiv und schon sehr verbreitet ist. Die im Folgenden zitierten Berichte zu Investments und Risikomanagement generell und ESG sowie Wealthtech speziell finde ich aber interessant.

ESG Analysevielfalt: Die Fundamentals

McKinsey zu Klimaprognoseschwierigkeiten, der wichtigen Rolle von Methan und mehr: Climate math: What a 1.5-degree pathway would take von Kimberley Henderson et al. Von McKinsey im McKinsey Quarterly Report vom April 2020: „While a number of analytic perspectives explain how greenhouse-gas (GHG) emissions would need to evolve to achieve a 1.5-degree pathway, few paint a clear and comprehensive picture of the actions global business could take to get there. And little wonder: the range of variables and their complex interaction make any modeling difficult. … we sought to cut through the complexity by examining, analytically, the degree of change that would be required in each sector of the global economy to reach a 1.5-degree pathway. What technically feasible carbon-mitigation opportunities—in what combinations and to what degree—could potentially get us there?“ (S. 1).

Erneuerbare Energien können viel Gutes bewirken: Tracking SDG 7: The Energy Progress Report 2020 von der International Bank for Reconstruction and Development und der Weltbank von 2020: “In several countries, expanded off-grid solutions have brought improved access to rural areas. By 2018, renewable off-grid technologies were providing below Tier 1 electricity services to 136 million people around the world, compared with about 1 million people in 2010. These services were provided primarily through standalone home systems and solar lighting, with mini grids having grown from a niche solution to being widely deployed in off-grid areas that offer sufficient demand. …. significant potential to advance on other SDGs—such as on gender, health, and education—” (S. 4). Access to clean cooking solutions: “in low- and middle-income countries, gas (LPG, natural gas, and biogas) has overtaken unprocessed biomass as the dominant fuel since 2010, reflecting its predominance in urban areas. In urban areas, the use of electricity for cooking has also risen. In rural areas, unprocessed biomass remains dominant, though its share is falling” (S. 6). … “This means that nearly a third of the world’s population will continue to be exposed to harmful household air pollution, and many will still be spending many hours gathering fuel. As cooks and fuel gatherers, women and their children are disproportionately susceptible to these negative effects” (S. 7).

Investments generell

Gute Fondperformanceprognosen sind sehr schwer: Mutual Fund Performance at Long Horizons von Hendrik Bessembinder et al. vom März 2020: “We study U.S. equity mutual funds for the 1991 to 2018 period, and show that the percentage of funds that outperform market benchmarks decreases with return horizon” (S. 38). …”We show theoretically and empirically that the sign of the short horizon (e.g. monthly) alpha does not necessarily reveal the sign of the longer horizon alpha” (S. 38; vgl. https://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/).

Active Share hilft nicht sehr: Active Share and the Predictability of Portfolio Performance: Out-of-Sample Evidence from Separate Accounts von Martijn Cremers, Jon Fulkerson und Timothy Riley vom 20. April 2020: „The results .. suggest that active share by itself does not strongly predict future performance, which should not be surprising. Cremers (2017) discusses how high active share is a necessary, but not sufficient, condition for outperformance. Even a completely uninformed investor can construct a portfolio that is very different from a benchmark” (S. 16). … “There is significant performance persistence for high active share separate accounts. …. Importantly, considering past performance alone is not

effective at identifying outperforming separate accounts" (S. 17). … "Results for the mutual funds are similar, with the exception of the outperformance of the high active share and strong past performance portfolio" (S. 18). Danach hilft hohe Active Share fast nur bei SMAs mit fundamentaler Investmentstrategie und bei Small Caps.

Über 3000 unterschiedliche Value Definitionen: Value by Design von Stephan Kessler, Bernd Scherer und Jan Philipp Harries vom 3. Juni 2020 (nur Abstract verfügbar): „Although academics and practitioners frequently refer in their work to equity value investing, no consensus exists as to what this style exactly encompasses. For a wide range of 3,168 alternative implementations (design choices) of what could all constitute value portfolios, the authors document the impact of parameter perturbations on risk-adjusted returns." **Mein Kommentar:** Es ist schon komisch, dass sich aktive Fondsmanager über uneinheitliche ESG Ratings beschweren.

Risiko für Sparkassenkunden? Produkte, die keiner braucht von Gerhard Schick von der Finanzwende vom 29. Mai 2020 (hier ohne Quellenangaben): "Es gibt so manches Produkt, das vor seiner Markteinführung kein Verbraucher je vermisst hat, und das dann doch hinreichend Abnehmer findet. Weil geniale Verkäufer es wortreich schönreden. Sogenannte Zertifikate zum Beispiel, die unter anderem in deutschen Sparkassen verkauft werden. …. Die Sparkassentochter Deka Bank stieg erst 2013– fünf Jahre nach dem Lehman-Skandal – richtig in den Markt ein, heute ist sie mit einem Anteil von mehr als 20 Prozent Marktführerin. Nimmt man die Landesbanken dazu, deren Miteigentümer die Sparkassen sind und die ebenfalls Tausende Zertifikate ausgeben, kommt man gar auf einen Marktanteil der Sparkassen von rund 50 Prozent. …. Aber es stellt sich auch die Frage, ob Sparkassen, die laut Gesetz dem Gemeinwohl verpflichtet sind, intransparente Finanzprodukte vertreiben sollten, die ihre Kunden nicht durchschauen. Wir meinen: Nein".

Risikomanagement

Sehr valide Markowitz und Capital Asset Pricing Model Kritik von Morningstar: Warum herkömmliche Risikomodelle häufig daneben liegen von Paul Kaplan von Morningstar vom 26. Mai 2020: „Angesichts der Häufigkeit markanter Marktrückgänge, bei denen Aktien um 20 Prozent oder mehr fallen, sollte man meinen, dass Anlageexperten Renditeverteilungsmodelle verwenden würden, die derartige Rückschläge (und die nachfolgenden Erholungen) berücksichtigen. Aber leider beziehen viele gerade die Gefahr von Extremereignissen nicht in ihre Anlageentscheidungen ein." …. „Extreme Ereignisse finden sich in den historischen Aktienrenditen an allen Märkten der Welt. Dennoch existieren diese Extremereignisse in den statistischen Standardmodellen der Finanzwirtschaft nicht" (vgl. https://prof-soehnholz.com/passive-asset-allokationen-sind-besser-als-aktive/).

Funktionieren Behavioral Finance Erklärungen nur in Krisen? Antinoise von Enoch Cheng und Clemens Struck vom 17. Mai 2020: "Behavioral economics makes numerous empirical observations in financial markets that may result from biased, signal-following traders. It is tempting to assume that these biases create larger systematic patterns in the markets. Yet, when we analyze U.S. equities, we find that the evidence for systematic patterns is rather small" (S. 23). … "With many uncorrelated signals in place, there is a high probability that each signal will face an opposing signal at each point in time" (S. 24). … "However, focusing on the dynamic behavior of the correlations, we find that correlations become more pronounced during episodes of stock market volatility" (S. 24).

Robuste Trendfolge? Adding a 1-Day Lag When Executing TAA Strategies bei Allocate Smartly vom 18. Mai: "We track 50+ public Tactical Asset Allocation (TAA) strategies in near real-time, allowing us to draw broad conclusions about TAA as a trading style. By design, most of those strategies trade just once per month, and most assume that next month's asset allocation is both calculated and executed on the same day…". "Adding a 1-day lag has not significantly impacted performance (to the average strategy, executed on the average day) over the long-term. …. but signaling at EOM and executing at EOM + 1 has performed poorly" (EO = End of month)." **Mein Kommentar:** Diversifikator nutzt tagesaktuelle Signale mit einer Signalbestätigung und einem Tag Zeitverzögerung. Das hat sich nach Handelskosten als attraktiv erwiesen, vgl. https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Diversifikator%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf).

Leerverkaufsverbote können Herdenverhalten von Anlegern reduzieren: From COVID-19 herd immunity to investor herding in international stock markets: The role of government and regulatory restrictions von Renatas Kizys, Panagiotis Tzouvanas und Michael Donadelli vom 11. Mai 2020: "Our tests support evidence of herding behaviour in the first three months of 2020. We also document that a more stringent government response to the coronavirus crisis mitigates investor herding behaviour … we find that the short-selling restrictions imposed by the national and supranational regulatory bodies in the EU are associated with lower levels of herding behaviour" (S. 14).

ESG Analysevielfalt: Performance

Muss ESG Outperformance bringen? Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? Von Bradford Cornell und Aswath Damodaran vom 20. März 2020: "The potential to make money on ESG for consultants, bankers and investment managers has made them cheerleaders for the concept …. ESG advocates are on much stronger ground telling companies not to be bad than when they tell companies to be good" (S. 22). " …in our view, when all is said and done, a lot of money will have been spent, a few people (consultants, ESG experts, ESG measurers) will have benefitted, but companies will not be any more socially responsible than they were before ESG was invented" (S. 23). **Mein Kommentar:** Man muss gar nicht zeigen, dass ESG höhere Renditen bringt. Vergleichbare Renditen reichen völlig aus, um ESG Investments zu favorisieren (vgl. https://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/).

ESG ist weder klar unter- noch überwertet: ESG in the COVID-19 recovery von Doug Morrow und William Zerter von Sustainalytics vom 19. Mai 2020 zeigen ein buntes Bild von Über- und Unterbewertungen je nach Land und Branche.

Ist ESG doch noch nicht voll eingepreist? Corporate Environmental Impact: Measurement, Data and Information von George Serafeim et al. vom 6. April 2020: "We find the median environmental impact as a percentage of an organization's revenues is close to 2% and above 10% in 11 out of 68 industries, suggesting a significant level of 'hidden liabilities' and potential for value erosion if environmental impacts are priced." …. "However, we find that our estimates of environmental intensity contain information different from that in environmental ratings especially when comparing firms within industries" (S. 30). … "Environmental intensity is priced into several industries with large environmental intensity

such as construction machinery or chemicals, but it is not for many industries with large and visible environmental intensity such as those in the Utilities and Energy sectors" (S. 31).

Verantwortungsvolle Anleger wollen vor allem negative Externalitäten vermeiden: The Asymmetry in Responsible Investing Preferences von Jacquelyn Humphrey et al. vom 21. Mai 2020: "Our results that responsible investing preferences are driven by aversion to negative externalities rather than affinity for positive externalities are consistent with the prevalence of negative screening – an important component of the majority of responsible investing strategies" (S. 27).

SWFs sind gut für ESG: The Global Sustainability Footprint of Sovereign Wealth Funds von Hao Liang und Luc Renneboog vom Dezember 2019: "This study investigates the relationship between SWFs and their portfolio companies' ESG scores. ….The positive relationship between SWF ownership and ESG scores of target firms is in line with the existing literature ….(S. 17). We do not find evidence that SWF ownership increases the ESG performance of the firms belonging to the industries concerned …" (S. 18).

ESG Analysevielfalt: Ratings, Engagement und Divestments

Interessant wie immer: Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2020 Deutschland, Österreich & die Schweiz vom Forum Nachhaltige Geldanlagen vom Juni 2020: „Folgende fünf Haupterkenntnisse zur im verantwortlichen Investment vorherrschenden Investmentstrategie ESG-Integration ergeben sich aus den Umfrageergebnissen: 1. ESG-Integration ist als formal verankerte Investmentstrategie bereits fester Bestandteil in den meisten Fonds der Asset Manager. 2. ESG-Integration deckt einen großen Teil des klassischen Investmentuniversums ab und ist in den Analyseprozessen gut verankert. 3. Da eine Integration in die fachlichen IT-Systeme noch nicht durchgängig gegeben ist, herrschen derzeit noch Insellösungen vor. 4. Obwohl eine ESG-Berichterstattung über verantwortliche Investments noch wenig ausgeprägt ist, gibt es bereits Vorreiter, die über den Marktstandard in Bezug auf Transparenz hinausgehen. 5. Ein systematisches ESG-Engagement ist bislang für verantwortliche Investmentfonds nicht etabliert" (S. 5).

US Aufseher skeptisch in Bezug auf aggregierte ESG-Ratings: SEC chair warns of risks tied to ESG ratings (kostenpflichtig) in der Financial Times online vom 6. Januar: "Jay Clayton, chairman of the Securities and Exchange Commission (SEC), said any analysis that combined separate ESG metrics into a single ESG rating would be "imprecise"…. "I have not seen circumstances where combining an analysis of E, S and G together, across a broad range of companies, for example with a 'rating' or 'score', particularly a single rating or score, would facilitate meaningful investment analysis that was not significantly over-inclusive and imprecise," said Mr Clayton". **Mein Kommentar:** Das sehe ich ähnlich, vgl. https://prof-soehnholz.com/prisc-policy-for-responsible-investment-scoring-die-taxonomiealternative-von-der-dvfa/.

Schlechte ESG Analyse von guten Quants: Do tobacco share owners finance the tobacco business? von David Blitz und Laurenz Swinkels von Robeco vom 28. Mai 2020: "Tobacco firms have not used the stock market for raising fresh capital to scale up their business activities …These findings indicate that divesting from tobacco stocks, i.e. selling one's tobacco stocks to another investor, has no obvious benefits for society and is ineffective at achieving sustainability goals at the macro level" (S. 15). **Mein Kommentar:** Tabakaktionäre

haben in den letzten Jahren erhebliche absolute und im Vergleich zu anderen Märkten auch relative Verluste erlitten (vgl. https://www.msci.com/documents/10199/fbbc98b0-584c-463f-93a9-76606eda3c8a). Warum sollten Anleger mit beschränktem Anlagevolumen (also alle) in Tabakaktien anlegen? Es gibt genug bessere Alternativen!

Divestment und Engagement gehören zusammen: ESG Engagement and Divestment: Mutually Exclusive or Mutually Reinforcing? Von Noel Amenc et al. von Scientific Beta vom Mai 2020: "We have argued that both divestment and engagement are actions that promote change, and we have seen from the empirical results of academic studies that both approaches can be effective. We have also seen that these two strategies are entirely compatible: the rise of collaborative engagement campaigns, in which current and potential shareholders combine their forces, are testimony to the fact that divestment does not put an end to an investor's possibility to engage with a company. …. And a shareholder who engages with a company without signalling a willingness to draw a red line – an exit in case engagement fails to produce the desired outcome – will enter the negotiation in a weak position: divestment is in that sense a prerequisite for effective engagement. Conversely, engagement can make divestment campaigns more effective: noisy exists can be more impactful than silent ones. Therefore, far from being mutually exclusive, engagement and divestment are mutually reinforcing. … Even at its simplest, ESG reweighting dilutes the impact of the divesting over a larger number of stocks and may lead to divesting from companies with better ESG performances than filtering does" (S. 25).

ESG Analysevielfalt: Fintechs und SDG

Fintechs können die SDG etwas voranbringen: The FinTech Dividend: How Much Money Is FinTech Likely to Mobilize for Sustainable Development? Von Bryane Michael vom 15. März 2020: "Roughly 3%-13% of funding required for the UN's Sustainable Development Goals (SDGs)– or around $50 billion to $125 billion — could come from a 'FinTech Dividend.' Such a dividend derives from the use of FinTech platforms to increase savings and investment (overall), channel resources into publicly funded as well as privately-funded SDG-related activities and policies, and encourage the use of internet platforms, which deliver novel goods and services that relate to the seventeen SDGs …" (abstract).

B2B Robo- und Maschine Learning Probleme und Direct Indexing: The Latest In Financial Advisor #FinTech (June 2020) von Michael Kitces. " …many robo-advisors pivoted away from the prohibitively-high-acquisition-cost direct-to-consumer channel to become B2B "robo-advisor-for-advisors" solutions instead… only to find that, while advisory firms did have a pain point with onboarding, they largely expected their already-"free" custodians to fix the problem by improving their technology, and weren't necessarily willing to pay an additional cost themselves to solve the problem". …." There are currently 33 portfolio management platforms targeting the RIA market with full technology stacks and end-to-end workflow solutions. And that doesn't include the 40+ turnkey asset management platforms (TAMPs) where RIAs can outsource part or all of their investment management so they can focus on the business of growing their business." …" Vise.ai does imply that they use machine learning to customize portfolios for clients as well, but it's not clear how they can possibly have enough data on clients to do so… and in practice, the rise of Direct Indexing suggests that the future of portfolio customization for clients may be more about clients expressing their own preferences in their portfolios with an advisor's help (not what an AI algorithm thinks they'll want to invest in)." …. (Kitces verweist zu

Portfoliomanagementplattformen u.a. auf Are There Too Many Portfolio Management Systems? von Craig Iskowitz vom 11. Mai; vgl. auch https://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/).

Offene rechtliche Blockchain-Fragen: Digitale Zwillinge im Assetmanagement – Die Blockchain hat bei Sachwerten mit Schwierigkeiten zu kämpfen – Normen und Standards fehlen von Frank Dornseifer vom Bundesverband Alternative Investments in der Börsenzeitung am 6. Juni 2020.

ESGTECH, LIQUIDE IMPACTINVESTMENTS UND MEHR (6-2020)

ESGtech ist ein bisher noch wenig genutzter Begriff. Das kann sich aber ändern, wie einige der 30 aktuellen Researchbeiträge zu ESG und Wealthtech zeigen. Andere Beiträge betreffen eine soziale Taxonomie, ESG Ratings, Direct ESG Indexing, Impact/SDG, Voting, Engagement und Divestment, Robo Advisors, Discount Broker, Neobanken und Alternatives.

Traditionelle und alternative Investments generell

Anleger timen (noch) schlechter als Fondsmanager: Der Anleger-Performance auf der Spur von Ali Masarwah von Morningstar vom 9. Juni 2020: „Insgesamt zeigt die Auswertung der großen Fonds am Markt, dass die Käufe und Verkäufe von Investoren überwiegend keine gute Wirkung auf die Performance erzielten. In rund Zweidrittel der Fälle lag der Investor Return der Fonds in allen drei betrachteten Perioden unterhalb des Total Return. In den vergangenen zwölf Monaten belief sich die Renditelücke pro Fonds im Schnitt auf minus 0,66 Prozentpunkte. In den vergangenen drei Jahren lag sie bei durchschnittlich minus 0,36 Punkten pro Jahr. In den vergangenen fünf Jahren belief sie sich sogar auf minus 0,49 Prozentpunkte pro Jahr.“

Small Cap Indexer sind nicht schuld: Are Small-Cap Indexers Hurting the Performance of Active Funds?An investigation into a common complaint of active managers von Nicholas Goralka von Morningstar vom 17. Juni 2020: „It’s difficult to conclude that active managers meaningfully suffer from flows to passive products based on this data.“

REITs haben in der Coronakrise geschwächelt: Volatility and the cross-section of real estate equity returns during Covid-19 von Stanimira Milcheva vom 2. Juni 2020: „… this paper examines the presence of a low-risk effect for real estate companies before and during the Covid-19 outbreak and its channels. … The study finds that the co-movement of real estate firms with the global stock market increases dramatically during the pandemic indicating that divarication benefits of such companies may be less in volatile periods. The effect of Covid-19 has been associated with steep declines in average daily returns of real estate returns and a steep increase in market and idiosyncratic risks. …However, there are huge differences across countries and across sectors. Real estate sectors such as other retail have the highest sensitivity to Covid-19 risks of 1.2 during the pandemic while health care has the lowest sensitivity of 0.25“ (S. 25/26; vgl. https://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/).

Wealthtech generell

Interessanter US Alternatives-Tech Marktplatz: Addepar extends business model from software maker to player in the investments business — a secretive project 10 years in the making von Oisin Breen von RIA.biz vom 16. Juni: „The Mountain View, Calif., firm registers broker-dealer then rolls out ‚Marketplace' to virtually meld five big semimanual platforms into one smoother, more digital NTF platform of alts — and charge a hefty toll" (Anmerkung: NTF = No Transaction Fee).

Viel zu Platformification: World Retail Banking Report 2020 von CapGemini Research Institute und EFMA vom Juni 2020.

Harter Kampf um das Geld der Anleger: Die Revolution der Geldanlage – doch welche Anbieter profitieren? von Christian Kirchner vom 17. Juni auf finanz-szene.de über Konkurrenz von Neo-Brokern, Robo Advisors, ETF Sparplänen, Fonds und Zertifikaten, Banken und Brokern. **Mein Kommentar:** Dazu wird auch noch Konkurrenz durch Direct Indexing kommen, vgl. https://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/.

Kostenlos mit Opportunitätskosten: Twitter Freaked Out Over Robinhood Selling Its Trade Flow. But the App — and Others — Have Been Doing It for Years von Alicia McElhaney vom 15. Juni in Institutional Investor: „Here's how it works: An equity retail trader uses a broker like Robinhood to place a trade order. The broker routes that trade to a market maker, which then executes the trade. If the broker, as Robinhood does, is using a no-commission model, the retail trader doesn't have to pay a fee on the trade. However, in a pay-for-order-flow model, the market maker pays a pre-set fee (in Robinhood's case, less than a penny per executed trade) to the broker." **Mein Kommentar:** Man sollte immer versuchen zu verstehen, wie angeblich kostenlose Angebote finanziert werden und ob man das besser findet, als selbst adäquate Gebühren zu zahlen.

Noch viel mehr Digitalbanken? Forging new frontiers: advanced technologies will revolutionise banking von The Economist Intelligence Unit vom 9. Juni 2020: Über 50% der befragen Banken haben oder planen eine Greenfield Digital Bank für das Wealthmanagement (vgl. Tabelle S. 7).

Zahlen zu den geringen deutschen Robo AUMs: Assets under Management – die Geheimniskrämerei der Robo-Advisor von Markus G vom Robo Advisor Portal am 20. Juni 2020: „Nur eins ist wirklich klar: Wenn knapp die Hälfte der angefragten Robo-Advisor Anbieter nicht antwortet und ein Großteil jener Anbieter, die geantwortet haben, keine valide Zahl nennen, so steht vor allem eins fest: Egal, wer welche Zahlen nennt, ob Statista, BVI, Fondsconsult etc. – sie können als Gesamtsumme NICHT valide sein."

ESGtech

ESG und Robo-Advisors sind keine Widerspruch: Personal Capital Reaches Milestone of $1 Billion Assets Managed In ESG Portfolio meldet Personal Capital am 16. Juni 2020, vgl. https://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/).

AI Technik kann helfen: 10 wonderful examples of using Artificial Intelligence (AI) for the Good von Bernard Marr in Forbes vom 22. Juni 2020: Kurzbeispiele zu Themen wie

Klimawandel und Wasserversorgung, Tierschutz, sozialen Themen wie Hunger, Armut, Ungleichheit sowie Gesundheit.

Viele kostenlose ESG Tools: Investing with SDG Outcomes: A five-part Framework von The Principles for Responsible Investments vom15. Juni 2020: **Mein Kommentar:** Am besten sind die fast 30 „Examples of free to use, globally applicable tools that may be relevant for identifying outcomes, and/or setting and tracking progress against outcome objectives“ (S. 25, vgl. auch https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/Kommissionen/Sustainable_Investing/DVFA_SDG-Auswirkungsmessung.pdf).

Ist Direct ESG Indexing vor allem für unabhängige Vermögensverwalter (RIA: Registered Investment Advisors) interessant? With the action at Motif, Folio and Parametric as exhibits, RIAs may be on the verge of buying investments more like Spotify music, less like CD von Direct Indexing Fan Josh Levin von Open Invest vom 22. Juni 2020 auf Riabiz: „After years of replacing mutual funds and stocks with ETFs, RIAs are poised to begin cutting packaged equity investment products from portfolios entirely.“ ….“ Goldman Sachs bought Folio. Schwab (soon to be „Schwabitrade“) bought Motif. That means the king of RIA custody and the king of investment banking have direct-indexing projects on their front burners.“ …. „On the back of Trump, #MeToo, Covid, and whatever is next, we are entering a “golden age” of corporate social responsibility, — and it’s a genie that is not going back in the bottle. Yet few of us can agree on these things, and the ones who care most have lower account balances, so scalable customization is a must.“ **Mein Kommentar:** Auch die Kommentare zum Beitrag sind interessant.

Auch BCG findet Direct ESG Indexing gut: Global Asset Management 2020 Protect, Adapt, and Innovate von der Boston Consulting Group vom 19. Mai 2020: „ …leading players are bringing the customer voice into the development cycle, actively co-creating strategies with clients—in the retail channel through model portfolios, and in the institutional channel through customized separately managed accounts (SMAs). This practice makes it possible to design products that address client values in areas such as ESG investing, as well as offering the ability to select and deselect industries, companies, and geographies across asset classes“ (S. 20). … „Portfolio construction alpha is an excellent way to serve client needs more effectively while also creating stickier relationships through personalization. In the institutional segment, best-of-breed SMAs are a classic way to deepen client relationships. These accounts often come with specialized, noncommoditized fee schedules. In retail, several players are creating personalized portfolios that reflect client values—for example, through ESG preferences. We expect the trend toward portfolio personalization to accelerate, driven by client demand and enabled by more flexible technology and data platforms“ (S. 21).

Verantwortungsvolle Investments ohne ESGtech

BCG hält ESG für wichtig: The Future of Wealth Management—A CEO Agenda von Anna Zakrzewski et al. von der Boton Consulting Group vom 18. Juni 2020: „Wealth management providers should not let near-term challenges such as the lack of scoring models or data prevent them from developing a thoughtful ESG portfolio. They need to offer investments that generate measurable social or environmental benefits alongside strong financial returns, backed by solid compliance measures“ (S. 26).

1000 ESGbezogene Begriffe: The Book of Jargon® Environmental, Social, Governance: A Latham & Watkins Glossary of ESG Slang and Terminology aus diesem Jahr: … „a comprehensive digital glossary of 1,000 ESG terms developed for the business, academic, and legal community, with the World Business Council for Sustainable Development. Lawyers from across Latham's departments collaborated to craft concise definitions for frequently used terms to help readers understand a rapidly expanding, increasingly important subject area". **Mein Kommentar:** ESGtech gehört noch nicht zu diesen Begriffen, aber das kann sich ja ändern, vgl. https://prof-soehnholz.com/taxonomie-verantwortungsvoller-geldanlagen-praxisorientierter-vorschlag/.

Gute Erweiterung der grünen EU Taxonomie: Menschenrechte sind Investorenpflichten – Vorschlag für eine soziale Taxonomie des nachhaltigen Investierens von Antje Schneeweiß vom Südwind Institut vom Juni 2020: „Die Ziele dieser sozialen Taxonomie orientieren sich an den Nachhaltigkeitszielen der Vereinten Nationen (SDG). Der Einhaltung der Menschenrechte wird eine wesentliche Rolle bei der Umsetzung dieser Ziele zugeschrieben. Dies gilt besonders für Risikobranchen, in denen Menschenrechtsverletzungen systematisch vorkommen. Werden in diesen Branchen Maßnahmen wie die Zahlung existenzsichernder Löhne und Einkommen, die Einrichtung von Beschwerdemechanismen und die Gewerkschaftsfreiheit umgesetzt, so kann dies die Lebenssituation von Milliarden von Menschen im Sinne der SDG verbessern und derartige Investitionen können als sozial nachhaltig gelten. Außerdem werden sozial sinnvolle Produkte und Dienstleistungen, wie z.B. die Trinkwasserversorgung, die Gesundheitsfürsorge, die Bildung oder der öffentliche Transport als Teil einer sozialen Taxonomie definiert. Allerdings sollen diese nicht bedingungslos als „sozial" gelten, denn sozial sind diese Aktivitäten nur, wenn sie zugänglich sind. Sozial nachhaltige Investitionen in diese Bereiche müssen also damit einhergehen, dass der Zugang zu ihnen für geografisch oder sozial Benachteiligte neu ermöglicht, entscheidend erleichtert oder dauerhaft gesichert wird. Als drittes gelten Maßnahmen zur Friedenssicherung durch zivile Konfliktbearbeitung als ein sozialer Sektor" (S. 4).

Sehr viel aktuelle ESG Literatur: ESG and responsible institutional investing around the world – a critical review von Pedro Matos vom CFA Institute Research Foundation vom 28. Mai 2020: „I presented some new evidence from PRI signatory institutions, but any research conclusions are still preliminary in answering the questions of to what degree institutions really "walk the (green) talk" and what are the ultimate effects on the behavior of portfolio companies" (S. 57). … „In terms of social concerns, there is still little research focus on ways of tapping sustainable finance to address the rising societal problems associated with wealth inequality" (S. 57). **Mein Kommentar:** Ein umfassender aber immer noch nicht ganz vollständiger Überblick über aktuelle ESG Researchliteratur, z.B. ohne Impactinvestments.

ESG sollte differenziert analysiert werden: Deconstructing ESG Ratings Performance Risk and Return for E, S and G by Time Horizon, Sector and Weighting von Guido Giese, Zoltan Nagy und Linda-Eling Lee von MSCI vom June 2020: „Governance pillar scores proved to be far more significant than Environmental and Social pillars over a relatively short period (one year) in terms of their impact on profitability, idiosyncratic risk and systematic risk, as they were most directly linked to short-term events and incident risks. By contrast, Environmental and Social indicators were more significant over longer periods, as reflected in stock-price performance over the study period (2006-2019)." … „Governance was especially germane in the financials and consumer discretionary Global Industry Classification Standard (GICS®1) sectors, while the Environmental pillar showed strong significance in the materials and energy

sectors. The Social pillar was most significant in the consumer discretionary sector“ (S. 3). **Mein Kommentar:** Ähnliche Analysen habe ich schon 2014 publiziert und berücksichtige das seit Jahren in der Portfoliozusammenstellung, vgl. https://prof-soehnholz.com/fonds-pri-academic-esg-responsible-investment-research-quantitativ/).

Vielfältige ESG Aggregationsmöglichkeiten: Sustainability Footprinting as a tool to implement mission-related investing – How to use portfolio-level measures of sustainability to better align investment strategy and mission von Philipp Krueger vom Swiss Finance Institute vom 12. Juli 2019 zeigt verschiedene Methoden, um Nachhaltigkeitskennzahlen für Portfolios zu berechnen.

Detailresearch zu guter ESG Coronaperformance: Sustainability in the time of uncertainty von Ola Mahmoud und Julia Meyer vom 20. Mai 2020: „We provide evidence that during one of the worst stock market crashes in history, sustainably rated stocks have proven most resilient from both a stock market risk and return perspective. At the same time, we show that in the subsequent rebound period, ESG metrics do not prove as good predictors of stock market performance“ …. „by considering ESG ratings, market participants are able to capture companies' historical risk profiles in the three integral parts realized volatility, option implied volatility and ambiguity“ …. „At the same time, once we control for uncertainty aspects linked to ESG and investor sentiment, our resulting idiosyncratig sustainability component still reflects part of the resilience“ (S. 45).

DWS und Allianz stimmen recht gut ab: One Important Way To Tell ESG Strategies Apart von Eric Dutram von DWS vom 13. Juni 2020: Von 2015 bis 2020 wurde zwar nur in insgesamt ca. 800 bis 1000 Fällen über Umwelt und Sozialthemen abgestimmt, also nur in etwa 200 Fällen pro Jahr, aber von der DWS und der Allianz zumindest ganz überwiegend für Verbesserungsvorschläge. Amundi, Blackrock/ishares, Vanguard und Dimensional waren im Vergleich dazu sehr schlecht.

Was bringt Engagement ohne Divestment? Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact von Julian Kölbel, Florian Heeb, Falko Paetzold und Timo Busch vom 23. Oktober 2019: „We conclude that bringing investor impact to bear through shareholder engagement is a relatively reliable mechanism, that capital allocation is likely to have an impact on companies whose growth is limited by external financing conditions or if investors screen out companies based on the absence of specific ESG practices, and that indirect impacts remain unproven regarding their effectiveness. Our results suggest that the current practice of SI has only a modest investor impact, and call for the development of investor impact metrics that reflect the contribution of SI to societal goals“ (S. 27; vgl. https://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/).

Wenig überraschende Pensionsfondsinvestmentpläne: Passive Investing 2020 – Addressing climate change in investment portfolios von Create und der DWS vom 22. Juni 2020: „This year's survey looks at how pension investors are using passive funds to deal with opportunities and risks associated with global warming and how their approach will be affected by Covid-19“ (II).

Sustainabilty ist eine große Chance für Vermögensverwalter: After the Storm von Morgan Stanley Research und Oliver Wyman von Anfang Juni 2020: „Wealth Managers that

can credibly build out their sustainable investing offerings will be positioned to grow wallet with a highly attractive and often younger client segment. We project HNW and ultra-high-net-worth (UHNW) sustainable investments to grow by 18 percent each year to a total of $9 trillion by 2024“ (S. 4). …. „In our view, no Wealth Manager has yet developed a truly market leading end-to-end sustainable investment proposition.“ …. „We see the potential for clear leaders to emerge if they develop differentiated offerings that can recognize client needs and assist clients throughout their sustainable investment journey, from initial advisory to the investment process to tracking and reporting of impact“ (S. 25).

Diese Überschrift spricht für sich: Nachhaltigkeitsfonds leben (und performen) nachhaltiger von Ali Masarwah von Morningstar vom 16. Juni 2020: „Unsere aktuelle Untersuchung zeigt, dass Nachhaltigkeitsfonds deutlich seltener liquidiert werden als konventionelle Fonds. … Die durchschnittlichen Renditen und Erfolgsquoten für nachhaltige Fonds in den sieben Fondskategorien deuten darauf hin, dass nachhaltige Fonds nicht nur keine Performance-Nachteile bringen, sondern überdurchschnittlich erfolgreich sind.“ **Mein Kommentar:** Interessant wäre auch zu wissen, inwieweit sich Renditen und Überlebenswahrscheinlichkeiten passiver nachhaltiger von aktiven nachhaltigen Fonds unterscheiden. Ich vermute, dass passive Fonds in beiden Fällen besser abschneiden.

Impact Investing ohne ESGTech

Noch sehr viel Bedarf für nachhaltige Energieinvestments: World Energy Investment 2020 von der International Energy Agency vom Mai 2020: „The energy industry that emerges from this crisis will be significantly different from the one that came before. The vulnerabilities and implications vary among companies, depending on whether they are investing in fossil fuels or low-carbon technologies, as well as across different countries. The new report assesses which areas are most exposed and which are proving to be more resilient“ (S. 2). … „Clean energy investment has been relatively resilient in the downturn, but a flat trend of spending since 2015 is far from enough to bring a lasting reduction in emissions“ (S. 16).

Schweizer Investoren sind gut: Swiss sustainable investment market study 2020 von Swiss Sustainable Finance und dem Cebter for Sustainable Finance and Private Wealth von Falko Pätzold von der Universität Zürich vom Juni 2020: „The SI market in Switzerland once again enjoyed tremendous growth in 2019.“ … „Swiss asset managers and owners are generally optimistic about the future growth of the SI market“ (S. 54). … „it is noteworthy that impact-oriented investments as a whole are on the rise. … Interestingly, the major asset class of these impact investments is now listed equity. Recent research suggests that achieving impact with equity investments is generally possible, but is not a given“ (vgl. Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F., Busch, T. (2020) : Can Sustainable Investing Save the World ?). **Mein Kommentar:** Nur etwas mehr als die Hälfte der Befragten nutzt mehr als 3 ESG-Ansätze (S. 29/30) und ist deshalb aus meiner Sicht ernsthaft an verantwortungsvollen Investments interessiert, vgl. https://prof-soehnholz.com/prisc-policy-for-responsible-investment-scoring-die-taxonomiealternative-von-der-dvfa/).

Public Equity Impact Investing wächst stark: GIIN Annual Impact Investor Survey 2020 von Dean Hand et al. vom 11. Juni 2020: „The impact investing industry is diverse in geography, asset class, and approach. The market is also growing in depth and sophistication: nearly seven in ten respondents believe the impact investing market is growing steadily“ (S.

XII). „Among repeat respondents, the highest growth since 2015 occurred in public equity, which grew at 33% CAGR“ … (S. 37, vgl. https://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

Viele Impactbeispiele: Growing Impact – New Insights into the Practice of Impact Investing von Neil Gregory und Ariane Volk der International Finance Corporation vom Juni 2020: Zahlen zum globalen Impactmarkt und über 30 internationale Beispiele für (Private Equity und Debt) Impactinvestmentfonds, von denen aber nur ein kleiner Teil ESG-Kriterien berücksichtigt.

IMPACT RATING, GUTE UND SCHLECHTE FONDSANBIETER UND MEHR (7-2020)

Impact Rating: Fast 30 Researchbeiträge zu den Themen (regelbasierte) Kapitalanlage, aktiven ETFs, Alternatives, ESG und Impact (Ratings) sowie Assetmanagern, die Klimawandel (nicht) ernst nehmen, Reporting, Boni und mehr.

Traditionelle Anlagen

Stiftungsgeldanlagen inklusive ESG: Normalerweise erwähne ich keine Podcasts oder Online-Seminare, aber diese Veranstaltung zu Kapitalanlagen von Stiftungen ist sehr interessant: Virtueller Stiftungstag vom Stiftungsmarktplatz von Tobias Karow und Rendite Werk Elmar Peine vom 26. Juni 2020 (vgl. https://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-fuer-stiftungen-ein-tool-fuer-die-anlagepolitik/).

Nicht neu, aber trotzdem oft falsch beraten: Einstieg in den Aktienmarkt: Einmalanlage oder Phaseninvestment? Von Gerd Kommer vom 3. Juli: „Wer sich in Sachen Finanzen für einen sehr rationalen Homo Oeconomicus hält, wird einen vorhandenen Cash-Betrag zu jedem beliebigen Zeitpunkt so bald und so schnell wie möglich in einer Summe in den Aktienmarkt investieren, weil er damit die statistische Ertragserwartung maximiert.“

Regelbasierte Anlagestrategien und (hybride) Honorarberatung und können funktionieren: Bilanz-Check – Die Decodierung der Quirin-Erfolgsformel von Gösta Jamin und Stefanie Hehn am 29. Juni 2020 im Private Banking Magazin (vgl. https://prof-soehnholz.com/esg-halbjahr-relativ-gute-performance-passiver-allokations-und-strenger-esg-portfolios/).

Benchmarkwahl ist eine Kunst: Diversify, but Not Too Much: Why adding more asset classes isn’t always helpful von Amy Arnott von Morningstar vom 19. Juni 2020: „Morningstar now divides the fund universe into about 140 separate categories based on each fund’s underlying holdings“. … „It’s important to note that diversification both within and across different asset classes can improve long-term returns. But if you want to diversify for risk reduction, make sure the position is big enough to count“.

Direkte Aktienportfolios können schlecht sein: When to Buy Stocks Directly – An offer that most investors should refuse von John Rekenthaler von Morningstar vom 22. Juni 2020. „The stock market indexes are propelled by a relatively small number of huge winners, which drag the silent majority along with them. Over history, the median lifetime return for a

publicly traded U.S. stock has been worse than mediocre; it has been negative“ (vgl. https://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/).

Neue Anomalie und neue Kennzahl aus Mannheim: The Portfolio Composition Effect von Jan Müller-Dethard and Martin Weber vom Juni 2020: „… participants still invest more in portfolios which are composed of more winner than loser stocks relative to alternative portfolios with more loser than winner stocks, if the expected portfolio returns are objectively identical and participants state exactly the same beliefs about the portfolios' expected returns“ (S. 27/28). „we find that historical fund flows of leading equity market index ETFs are affected by the index previous-day composition of winner and loser stocks“ (S. 28).

Investorenerwartungen sind vorhersehbar: Recovering Investor Expectations from Demand for Index Funds von Mark Egan. Alexander MacKay und Hanbin Yang vom 15. Mai 2020: „We use a revealed-preference approach to estimate investor expectations of stock market returns. We apply our methodology to the market for S&P 500 ETFs. ETF investors face a fixed menu of investment alternatives, each with a different fee structure and risk/return profile. …. Consistent with the literature, we find evidence of extrapolative beliefs: mean expected returns are highly and positively correlated with recent historical returns. In addition, we find that the distribution of beliefs becomes more dispersed and more negatively skewed following a period of negative stock market returns. … This type of demand framework … could be particularly useful when survey or micro data is unavailable“ (S. 29).

Risiken durch aktive ETFs? A new milestone for exchange traded funds von der State Street Corporation vom 20. Mai 2020: In dem Dokument wird kurz der Status und eine Umsetzungmöglichkeit aktiver ETFs erläutert. Als Vorteile werden Liquidität, einfaches Handeln, Kosten und Steuern genannt, als Nachteil Intransparenz. **Mein Kommentar bzw. was nicht gesagt wird:** Es gibt Nachteile für Fondsanleger, die nur einmal am Tag zum Nettoinventarwert kaufen/verkaufen können, wenn es aktive ETFs mit Intraday-Handelsmöglichkeiten gibt. Bei Hedgefonds versus Managed Accounts ist diese Diskussion zu Gunsten der klassischen Hedgefonds ausgegangen.

Statistik kann trügerisch sein: Statistical Nonsignificance in Empirical Economics von Alberto Abadie aus 2020: „Significance testing on a point null is the most prevalent form of inference in empirical economics. In this article, we have shown that rejection of a point null often carries very little information, while failure to reject is highly informative. This is especially true in empirical contexts that are common in economics, where datasets are large (and, if anything, are becoming larger) and where there are rarely reasons to put substantial prior probability on a point null. Our results challenge the usual practice of conferring point null rejections a higher level of scientific significance than non-rejections. In consequence, we advocate visible reporting and discussion of nonsignificant results in empirical practice“ (S. 205/206).

Faktorstrategien bringen nix: Zeroing in on the Expected Returns of Anomalies von Andrew Chen and Mihail Velikov vom März 2020: „We zero in on the expected returns of anomalies by accounting for trading costs and the staleness of historical data. Net of these effects, the expected return on even the best anomalies is effectively zero. … Previous papers show that the gross return is about 15% publication bias … We find that trading costs account for another 40%, and that the remaining net returns (45%) are traded away over time“ (S. 29).

Alternative Investments

Börsennotierte Immobilienanlagen sind sinnvoll: Listed versus non-listed real estate companies von der DFVA Kommission Immobilien vom Juni 2020: Untersucht wird, „in welchen Marktphasen Arbitrage zwischen börsennotierten Immobilien-Unternehmen und nicht-börsennotierten Immobilienfonds für institutionelle Investoren möglich ist". Europäische börsennotierte Immobilienunternehmen weisen tendenziell höhere Renditen als vergleichbare Spezialfonds aber auch hohe Volatilitäten auf. Eine Diversifikation über beide Segmente kann der Studie zufolge Sinn machen (vgl. https://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/).

Hedgefondsmanager sind viel schlauer als Hedgefondsanleger: The Performance of Hedge Fund Performance Fees von Itzhak Ben-David, Justin Birru und Andrea Rossi vom 19. Juni 2020: „The estimates show that investors have paid 49.6% of aggregate gross profits as incentive fees, that is, the effective incentive fee rate has been more than twice as large as the average nominal incentive fee rate of 19.0%. We show that the difference in fees, the "residual incentive fees," were paid to managers irrespective of their lifetime performance. These higher ex-post incentive fees decrease investors' net aggregate returns by 1.19% per year. The economic magnitude of the results is large. Over the sample period studied (1995–2016), the investors in the sample's hedge funds paid $133bn in incentive fees and earned $228bn in aggregate gross profits. This means that investors paid $70bn more than they would have paid if incentive fees had been completely symmetric" (S. 57).

ESG Umfeld ohne Impact Rating

Klimadisaster können schnell zu bewaffneten Konflikten führen: Multi-method evidence for when and how climate-related disasters contribute to armed conflict risk von Tobias Idea, Michael Brzoskab, Jonathan F. Dongesc und Carl-Friedrich Schleussner vom 2. April 2020: … „we find that there is no deterministic or generic relationship between disasters and conflict. But in countries characterised by the political exclusion of ethnic groups, low levels of economic development and large populations, climate-related disasters significantly enhance the risk of conflict onset in the subsequent 7 day period. Contrary to the findings of other studies (Birkmann et al., 2010), this effect is largely independent of the severity of disasters" (S. 7).

Europäische Soyaimporte sind besonders Klimaschädlich: Spatially-explicit footprints of agricultural commodities: Mapping carbon emissions embodied in Brazil's soy exports von Neus Escobar et al. vom 6. Mai 2020: „Results show a large variability in the carbon intensity of Brazilian soy (as CO2-eq. per soy-eq.) due to differences in land use dynamics, farming conditions, and supply chain configurations up to the stage in which soybean and derivatives are delivered in the respective countries of import. …. European countries tend to import soy from Northern Brazil, which makes the EU the region with the largest CF (0.77 t t−1) in the world, e.g. 13.8% larger than that of China, the largest soy importer" (S. 12).

Viele Assetmanager nehmen Klimawandel nicht ernst genug: Point of No Returns Part III – Climate Change An assessment of asset managers' approaches to climate change von Krystyna Springer er al. Climate Action vom Juni 2020: „… insufficient progress from the industry's most influential players. It finds that just over half of the assessed asset managers include climate change in their policies and only a small percentage make specific

commitments relating to portfolio decarbonisation. … The assessment of portfolio climate alignment is also rarely used to inform investment and engagement strategies (S. 4). Still more alarmingly, direct and indirect political lobbying against climate policies by investee companies is far from being a priority concern for the majority of respondents and is seen as fully legitimate by some of the most influential asset managers in this analysis. On the positive side, a small number of leading investors are showing that bold action on climate change in the process of capital allocation, stewardship and target setting is both possible and invaluable to the process of building a more resilient strategy“ (S. 5). Auf den Seiten 31 bis 33 sind wieder gute und schlechte Anbieter genannt, z.B. Safra Sarasin, Allianz und DWS (Rang 17 bis 19), Pictet (22), Union (23), Swisscanto (29), UBS (33), Blackrock (47), Swiss Life (57), DEKA (59), MEAG (67), Credit Suisse (7“) von 75.

Egoismus statt Klimawandel? Institutional Investors and the behavioral barriers to taking action on climate change von Danyelle Guyat und Julian Poulter von Climat Insight und der **Sehr viele Anti-Klimaschutz ausreden:** Climate Works Foundation vom Oktober 2019: „The report … examines why leading climate investors are rapidly outpacing their peers despite having access to the same information. Cognitive and behavioral biases are preventing industrywide action by investors on climate change, according to a new report released today. Most prior analyses have focused on informational barriers such as uncertain policy, lack of data, and insufficient investment grade opportunities, as core reasons for the slow progress to shift capital to the low carbon economy – but new findings demonstrate that a range of behavioral biases, cultural barriers, and attitudes, are at the root cause of the problem. … The report … found short-termism to be an important factor driving behavioral biases to not take action on climate change. … C-suite level executives are more reluctant to address climate change – mainly because of career and reputational risks. … Most respondents do not think their peers are taking strong action on this issue so there is a lack of motivation to act. …Desire by asset owners to outsource leadership to service providers such as asset managers“.

Einige traditionelle Assetmanager haben die Risiken erkannt: The Trillion Dollar Energy Windfall von Kingsmill Bond von der Carbon Tracker Initiative und Carlo Funk von State Street Global Advisors vom Januar 2020: „Globally, we calculate society stands to reap a massive $1 trillion windfall from the energy transition, and potentially much more once all positive externalities are included. The shift towards renewable energy cannot come soon enough. Scientific data provides evidence of significant unprecedented warming of the climate system, impacting the severity of weather events and cascading to economic systems and global corporations. Based on current policies in place, we are on course for 3–3.4°C of warming above pre-industrial levels by the end of this century according to Climate Action Tracker, far above the 1.5°C recommended by the UN IPCC“ (S. 1).

Einige traditionelle Assetmanager haben die Chancen erkannt: COVID-19 and Energy in the New World von Kingsmill Bond von der Carbon Tracker Initiative und Carlo Funk von State Street Global Advisors vom Mai 2020: „The COVID-19 pandemic represents the most serious global public health challenge for over 100 years. When the crisis passes, we will have a unique opportunity to build a new world as the pandemic — and its widespread impact — has the potential to facilitate the transition from fossil fuels to renewables. The crisis is likely to bring forward peak demand for fossil fuels (first coal, then oil and then gas) and weaken the lobbying power of incumbents. It also creates space for policymakers to

implement a fairer, more sustainable energy system and so enables the clean energy revolution to continue“ (S. 1).

ESG Ratings und Performance (ohne Impact Rating)

Falsche Schlüsse aus der richtigen Analyse? The Small and Mid Cap Conundrum von der Berenberg Bank vom Mai 2020: „In an analysis of three of the most prominent rating providers we found remaining gaps in the coverage of the equity universe. This is particularly applicable in the small to micro-cap universe. Further, we found inherent skews in the ratings towards large and more mature companies. Companies that are still small and are growing rapidly on average have lower ESG ratings. A lack of disclosure from the less mature companies explains in large measure theses biases and is also acknowledged by the companies we surveyed in this paper. … non-disclosure is not necessarily a reflection of poor ESG behaviour. … These case studies also demonstrate, that given the endless complexities and nuances involved in an ESG analysis, standardised and disclosure-reliant scoring frameworks will always struggle to replace the detailed analysis and engagement that we conduct. Understanding these complexities requires expertise, time and resources. This is why we believe ESG analysis has to be done in-house and by the portfolio managers that make the final investment decision“ (S. 16). **Mein Kommentar:** Die Analyse teile ich, die Schlussfolgerung aber nicht: Passive regelbasierte Portfolios, z.B. SRI ETFs aber auch meine Diversifikator Portfolios haben meines Wissens vergleichbare oder sogar bessere Rendite/Risikocharakteristika als aktive ESG Fonds. Zudem haben passive ESG-Strategien oft höhere ESG -Anforderungen als aktive.

Branchenspezifische Gewichtungen sind wichtig für ESG-Performance: ESG Ratings: How the Weighting Scheme Affected Performance von Zoltan Nagy et al von MSCI vom 29. Juni 2020: „We examined three approaches to creating a combined ESG score: equal weighting; optimization using historical data; and industry-specific weights, represented by MSCI ESG Ratings. In the short term, we found that both equal-weighted and optimized approaches performed better because they had higher exposures to Governance Key Issues. Over our 13-year study period, however, an industry-specific weighted approach that changed weightings over time showed the strongest financial performance.“

ESG Performance scheint auch in China relativ gut zu sein: The role of ESG Performance during times of financial crisis: Evidence from Covid-19 in China von David Broadstock et al. vom 15. Juni 2020: Die Autoren stellen positive ESG Effekte für den CSI300 fest.

Wir brauchen nicht noch mehr Reportingstandards: Follow-up paper: Interconnected standard setting for corporate reporting Feedback analysis von Acountancy Europe vom 15 Juni 2020: „The ultimate objective should be a system solution to deliver global NFI (Söhnholz: Non Financial Information) reporting standards connected to financial information. … Quickest progress could be made by building on the best of NFI frameworks and standards. The European Union has a leading role to play and should collaborate with different organisations to help catalyse a global solution. A significant achievement of this project is the exclusive statement (p. 14) from CDP, Climate Disclosure Standards Board, Global Reporting Initiative and Sustainability Accounting Standards Board, which confirms their commitment to working together towards a globally harmonised system.“

ESG Angebote ohne Impact Rating

Immer mehr und speziellere ESG Fondsangebote: ESG Funds Setting a Record Pace for Launches in 2020 von Jon Hale von Morningstar vom 24. Juni 2020: The new sustainable fund entries this year include seven allocation funds, three sustainable sector funds, three emerging-markets equity funds, two equity impact funds, and two bond funds.

Negative und positive ESG Indexkritik: Solactive right 2 degree-aligned Europe Index und Solactive VE imug Developed Markets ESG Quality Index von Ralf Breuer in seinem Blog am 7. Juli 2020.

Sind gute ESG Aktien zu teuer? ESG in the COVID-19 recovery: We identify markets where investors face the strongest prospects for adding attractive ESG stocks that also trade at lower relative valuations von Doug Morrow und Liam Zerter von Sustainalytics: „Applying unique ESG at a reasonable price (ESGarp) scores, we show where investors can find stocks with low levels of ESG risk that also trade at a relatively low price to earnings (P/E) ratio … Lower ESG risk companies in Sustainalytics' comprehensive universe have an average P/E ratio of 19.0, compared to 18.1 for higher ESG risk firms." **Mein Kommentar:** P/E Rations können stark schwanken und sind nicht immer gute Aktienkaufindikatoren. Und ESG-Ratings sind anbieterabhängig. Außerdem wird nicht berücksichtigt, dass künftig weiter starke Zuflüsse von Anlegergeldern in ESG-Titel erwartet werden.

ESG Boni sind selten, intransparent und schlecht: The state of pay: executive remuneration & ESG metrics von Martin Vezér und Martin Wennerström von Sustainalytics vom 30. April 2020: „Only 9% of FTSE All World (AW) companies link executive pay to ESG criteria, most of which address occupational health and safety (OH&S) concerns. A sizeable portion of firms based in Australia (20%), Canada (16%) and France (10%) disclose pay-links that we regard as relatively transparent" (S. 1). **Mein Kommentar:** Ich bin sehr skeptisch, ob ESG Boni mehr bringen als mehr Geld für die Empfänger (vgl. https://prof-soehnholz.com/anti-nachhaltig-esg-boni-und-mehr/). Und ich finde es erschreckend, wenn so wenige Firmen eine vernünftige Transparenz bieten.

Impact Investments und Impact Rating

Über 150 Seiten Impacttipps, die beim Impact Rating helfen können: Impact Investing Handbook An Implementation Guide for Practitioners von Steven Godeke und Patrick Briaud von Rockefeller Philanthropy Advisors vom Juni 2020: „All Investments have impact—both positive and negative. …. We hope that this handbook provides you with the tools and strategy you need to help you become an engaged asset owner who can be accountable for your assets" (178). …"Impact tools are actions, such as screening, shareholder engagement, ESG integration, thematic investment, catalytic concessionary capital, and setting a time horizon. …. Given the increasing range of impact products in the market, knowing your goals will help you select the appropriate impact tools and products" (S. 179).

Viele gute Tipps für ein eigenes Impact Rating: Impact-Financial Integration: A Handbook for Investor von Impact Frontiers vom Juni 2020. Auszüge: „The Navigating Impact Project of the Global Impact Investing Network (GIIN) provides a consolidated survey of field and academic evidence about the outcomes and impacts of various investment strategies" (S. 30). … „To identify possible indicators, review standardized indicators (i.e., indicators with commonly-agreed definitions), such as those from the GIIN's IRIS+, the Global Reporting Initiative, and the Sustainability Accounting Standards Board as well as from industry

associations specific to your organization's sector and asset class. Complement standardized indicators with bespoke indicators as necessary" (S. 32).

ESG und SDG/Impact sind eine attraktive Kombination: Sustainable Investment – Exploring the Linkage Between Alpha, ESG, and SDG's von Madelyn Antoncic, Geert Bekaert, Richard Rothenberg und Miquel Noguer vom 11. Juni 2020: „Because companies with good ESG performance may enjoy a valuation premium, ESG investing has been thought to create a potential conflict for asset owners who have a fiduciary duty not to sacrifice long-term return opportunities. In this paper we dispel that view. Ours is the first paper to investigate the SDG footprint of an active portfolio using algorithms and alternative data. We show it is feasible for an asset owner to both uphold his/her fiduciary duty and have a positive impact on achieving the SDGs" (S. 21). **Mein Kommentar:** ESG bzw. Impactinvestments müssen keine Outperformance generieren. Außerdem bin ich skeptisch in Bezug auf den genutzten aktiven ESG-Ansatz und bezüglich reiner „AI" Anwendungen zur Impactmessung (vgl. https://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

Impactkritik: Viel neues Research zu Impact und ESG Investments (7-2020)

Impactkritik enthält 40 neue und teilweise kritische Beiträge zu den Themenschwerpunkten Impact- und ESG Investing aber auch zu Asset Allokationen und Wealthtech. Einige habe ich in dem immer wieder interessanten Newsletter von CRIC gefunden, dem Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage.

Umwelt- und soziale Fundamentals

Das Risiko von Methan wird unterschätzt: Increasing anthropogenic methane emissions arise equally from agricultural and fossil fuel sources von R. B. Jackson et al. aus den Environmental Research Letter vom 15. Juli 2020: „Methane emissions have continued to rise over the past decade and are tracking concentrations most consistent with the warmest marker scenario of the Intergovernmental Panel on Climate Change … that yields an estimated global warming of 4.3 °C by year 2100". … Increased emissions from both the agriculture and waste sector and the fossil fuel sector are likely the dominant cause of this global increase". **Mein Kommentar:** Diversifikator ist meines Wissens einer der ersten Portfolioanbieter, der Rinderprodukte (Beef & Milk) aus diesem Grund aus seinen Portfolios so weit wie möglich ausschließt.

Mehr Information würde zu besserer Luft führen: Open air quality data: The global state of play von OpenAQ vom Juli 2020: „At least 30 governments generate real-time data but don't yet share them in a fully open manner. Making these existing data more fully open* would affect 4.4 billion people."

Viele offene Fragen zu Blended Finance: Catalyzing Capital for the Transition toward Decarbonization: Blended Finance and Its Way Forward von Esther Choi und Alicia Seiger von der Stanford Sustainable Finance Initiative vom Frühjahr 2020: Blended finance, a structuring mechanism with potential to mobilize significant capital and investment from diverse actors, has emerged as one promising solution to help economies decarbonize and

deliver the goals of the Paris Agreement. … The paper investigates, and draws insights from, three cases: the Global Energy Efficiency and Renewable Energy Fund (GEEREF), the Climate Public Private Partnership (CP3), and Climate Investor One (CI1). The paper concludes with a proposed research agenda that can assist in enhancing the potential for blended finance" (S. 5).

Technologie gegen oder für Menschenrechte? Analysis Business and Human Rights in the Data Economy – A Mapping and Research Study von Isabel Ebert, Thorsten Busch und Florian Wettstein vom Deutschen Institut für Menschenrechte und der Universität St. Gallen vom April 2020: "when it comes to upholding the human rights responsibilities of companies in the data economy, it is not enough to hide behind technological black boxes and to merely blame anonymous algorithms every time things go wrong (Angwin 2016). Instead, companies should follow a proactive approach by working with technological solutions while at the same time reflecting upon their potential adverse effects on human rights, using human rights due diligence management practices, and consulting with a wide range of affected stakeholders about the interplay between tech solutions and actual human beings" (S. 27).

Asset Allocation und Stockpicking generell

Gute Performance mit wenig Verantwortung: The Yale Endowment 2019 **Mein Kommentar:** Sehr gute Performance und künftig weniger Hedgefonds- aber noch mehr illiquide Investments, aber ich finde nichts zu verantwortungsvollen Investments im Report. Kein Wunder, Yales Politik zur verantwortungsvollen Geldanlage finde ich schwach. Dabei sollte eine der reichsten Bildungsinstitutionen der Welt mit gutem Beispiel vorangehen. Dazu kann Yale gerne den DVFA PRISC Ansatz nutzen, vgl. https://prof-soehnholz.com/prisc-policy-for-responsible-investment-scoring-die-taxonomiealternative-von-der-dvfa/.

Risiken von Anleihen: Do Treasuries Have a Place in a Modern Portfolio? von Jon Seed von Alpha Architect vom 9. Juli 2020: „the Bloomberg Barclay's Aggregate Float Adjusted US Aggregate Index which most domestic aggregate "passive" fixed income ETFs try and track: no muni's, no floaters, no private label mortgages or specified mortgage pools, no companies below investment grade (by 2 of 3 rating agencies), no preferred shares, no private placements. As Guggenheim Partners point out, the index represents less than half of the US investible fixed income universe and is skewed towards lower-yielding bonds". …. **„**Fixed Income indices are **thoughtfully constructed to facilitate easy pricing** and thus skewed toward treasuries and away from higher yielding bonds". … „Treasuries are a pretty poor hedge in normal times. Currently, they are likely even worse given their low overall yield while their cost in foregone interest in alternative bonds is still high."

Ist institutionelles besser als privates Sentiment? Institutional Investor Sentiment and Aggregate Stock Returns von Xiang Gao, Chen Gu und Kees Koedijk vom 1. Juli 2020: "In this paper, we find that the institutional investor sentiment serve as a statistically and economically significant predictor for aggregate stock returns. More specifically, one standard deviation increase in our institutional investor sentiment measure leads to a rise of 83 basis points in the performance of the stock market (S. 26) … Retail investor sentiment could be responsible in large part for temporary security price distortions as well as failures of market correction dynamics by acting upon their own expectations of market prices" (S. 27).

Schadet zu viel Finanzbildung oder ist traditionelle Finanzbildung falsch? Is Financial Literacy Dangerous? Financial Literacy, Behavioral Factors, and Financial Choices of Households von Tetsuya Kawamura, Tomoharu Mori, Taizo Motonishi und Kazuhito Ogawa vom 1. Juli 2020: "We have estimated the effects of financial literacy and behavioral factors on the financial behavior and attitudes of Japanese households founding that high financial literacy induces more speculative investment, risky asset holdings, overborrowing, and financial naivety" (S. 29).

Institutionelle Investoren haben auch Biases: Social Proximity to Capital: Implications for Investors and Firms von Theresa Kuchler et al. vom Juni 2020: "We find that, all else equal, institutional investors invest more in firms located in regions to which they have stronger social ties. As a result, firms in regions that are socially proximate to institutional capital have higher liquidity and higher valuations" (S. 21).

Hedgefondsaktivisten sind nicht für alle gut: Hedge Fund Activists: Value creators or good stock pickers? Von Martijn Cremers, Erasmo Giambona, Simone Sepe und Ye Wang vom 23. Juni 2020: "results suggest a reinterpretation of the role of activist hedge funds. They show that hedge funds exhibit both strong selection skills and strong trading skills, which allow them to outperform other investors. The fact that these skills do not seem to benefit other (particularly buy-and hold) shareholders of targeted firms challenges the view that hedge fund activism adds long-term value to firms" (S. 23).

Frontrunning mit Wertpapierleihe bringt nicht viel: Securities Lending and Information Acquisition von Stefan Greppmair, Stephan Jank, Pedro Saffi und Jason Sturgess vom 1. Juli 2020: "Active funds that become informed by observing non-public signals of shorting demand in the securities lending market are more likely to exit positions than active funds observing only public signals. The informed exits front-run negative price revelation from shorting demand, resulting in active lenders realising lower losses and earning positive abnormal returns relative to active funds that do not participate in securities lending. However, somewhat surprisingly, we find very modest effects on fund-level performance" (S. 23).

Positive Impactkritik: ESG Performance

ESG mit besonders stabiler Outperformance: Is ESG a Factor? The S&P 500 ESG Index's Steady Outperformance Ben Leale-Green von Standard & Poors Dow Jones Indices vom 17. Juni 2020. **Mein Kommentar:** Ich bin skeptisch in Bezug auf Faktoransätze, das zeigt sich auch an den Charts im Beitrag, aber die ESG Outperformance ist außergewöhnlich stabil, allerdings ist die Zeitreihe noch ziemlich kurz (vgl. https://prof-soehnholz.com/esg-halbjahr-relativ-gute-performance-passiver-allokations-und-strenger-esg-portfolios/).

Zufriedene Mitarbeiter sind sehr wichtig: Corporate Sustainability and Stock Returns: Evidence from Employee Satisfaction von Kyle Welch und Aaron Yoon vom 24. Juni 2020: "we find that firms with high ratings on both ESG and employee satisfaction significantly outperform those with low ratings on both. In addition, firms with high ratings on both issues outperform those with high employee satisfaction alone" (S. 22).

ESG ist auch bei Anleihen gut: Europäische ESG-Anleihenfonds erzielen Outperformance gegenüber konventionellen Produkten vom 21. Juli von Absolut Research: „Nachhaltige

Anleihenfonds mit Schwerpunkt Europa haben in den vergangenen drei Jahren mit 1,29 % p.a. einen leicht höheren Total Return als konventionelle europäische Anleihenfonds (1,20 %) erzielen können“.

ESG war auch im 2. Quartal gut: Sustainable Stock Funds Held Their Own in Second-Quarter Rally von Jon Hale von Morningstar vom 8. Juli 2020: „Most sustainable funds finished in the top halves of their Morningstar Categories for the quarter, and 18 of 26 ESG-focused index funds outperformed conventional index funds that cover the same parts of the market. For the year to date, an impressive 72% of sustainable equity funds rank in the top halves of their Morningstar Categories and all 26 ESG (environmental, social, and governance) index funds have outperformed their conventional index-fund counterparts.“ … „ with energy the top-performing U.S. sector in the second quarter, sustainable funds faced headwinds in their effort to outperform their peers.“ … „The better relative performance of sustainable funds so far this year derives mainly from their focus on companies that have stronger ESG profiles and face lower levels of ESG risk.“

Christliche besser als andere Fonds? A Research Study on Faith Based Funds Performance Relative to Industry Averages von John Siverling vom Christian Investment Forum vom Juni 2020: “The study looked at return data for 44 Christian Faith based Funds in both equity and bond categories over a 15-year period ending December 31, 2020, and found that the performance of an average of those funds compared favorably against the benchmarks for each category, particularly in the equity funds categories. The results were consistent over different time periods of 1 year, 3 years, 5 years, 10 years and 15 years” (S. 1). **Mein Kommentar:** Es fehlt ein Vergleich mit passiven Benchmarks (ETFs). Mein islamisches Aktien-ETF Portfolio ist leider bisher kein Outperformer, obwohl es durch den Verzicht auf traditionelle Finanzdienstleister auch für einige Nicht-Muslime Charme haben sollte.

Keine Impactkritik: ESG Investments

Viele Labels aber wenig Klarheit: Overview of European Sustainable Finance Labels von Nicolas Redon, Lorène Moretti und Anne-Catherine Husson-Traore von Novethic und Caisse des Depots vom Januar 2020: “There are two categories of labels: on the one hand, labels focusing on ESG; on the other hand, labels focusing on green. Each of them combines positive criteria relative to the assets selected in portfolios with negative sectorial screenings. Yet, the boundary between the two can be vague since ESG labels can integrate environmental criteria and environmental labels exclude controversial companies on ESG dimensions. The variety of terminologies (SRI, ESG, Greenfin, Climate) further complicates the readability of the approach” (S. 2) zu LuxFLag, Umweltzeichen FNG und anderen.

Neue ESG Ratings mit Verbesserungen: Scope offers a new perspective on sustainable finance and corporate ESG impact von Scope ratings vom 8. Juli 2020: “First, existing sustainability scores primarily rely on non-standardised self-disclosure by companies. Second, a key part of environmental and social impact stems from supply chains, but corporate sustainability reports cannot integrate the entire supply chain. Third, selecting different sustainability indicators and uneven weighting makes it difficult to compare the results.” … **Scope’s ESG Impact Review:** 1. takes an independent approach that relies on publicly accessible and recognised international data sources (e.g. OECD, ILO, World Bank). The resulting ESG score provides a macroeconomic estimate of harmful environmental and social impacts of a company’s economic activities. 2. measures the impact of all three ESG factors –

environment, social, governance – by including the global value chain, starting from the source of raw materials by country and industry, their subsequent refinement and production to final assembly of the product or service. Scope's model combines impacts across about 450 sectors in 47 countries or regions. 3. attributes a monetary value to a company's ESG impacts. Monetisation allows aggregation of different indicators and also offers a more readable interpretation of the result. This allows investors and issuers to compare companies and sectors". **Mein Kommentar:** Ratings sollten nicht auf selbstberichtete Daten verzichten. Unternehmen müssen schließlich für deren Korrektheit geradestehen. Und die ESG Ratings, die ich kenne/nutze, verwenden durchaus auch externe Daten und berücksichtigen die Value Chain. Allerdings besteht diesbezüglich oft noch erhebliches Verbesserungspotential. Eine überzeugende Monetarisierung ist schwierig, aber interessant. Insgesamt: Ein zusätzliches unabhängiges Rating eines europäischen Anbieters ist zunächst gut, auch wenn mich das Konzept auf den ersten Blick nicht wirklich überzeugt.

Sind 4% Green Revenues in der „Paris aligned" Benchmark Greenwashing? FTSE Russell Study on EU Paris-aligned Benchmarks von Yang Wang, Peter Gunthorp und David Harris von FTSE Russell vom 30. Juni 2020: „The FTSE Russell Green Revenues data model[10] categorizes a company's revenue using an industrial taxonomy for green goods, products and services into 10 sectors and 64 sub-sectors. This permits the percentage of total revenue arising from green products for a company to be identified. While the latest draft EU BMR regulation no longer includes a requirement to improve the proportion of green to brown revenues, earlier drafts of the TEG report did include such a provision. For this reason and those outlined earlier, we continue to include a requirement that the benchmark demonstrates a significant increase in the green to brown revenue ratio" (S. 9). **Mein Kommentar:** FTSE Russell ist damit sogar strenger als die EU Vorgaben. Mit viel grüneren Indizes kann man sogar attraktivere Rendite-/Risikoprofile erreichen, wenn man auf Überdiversifikation verzichtet (vgl. https://prof-soehnholz.com/eu-klimaindizes-und-esg-indexverordnung-offizielles-greenwashing/).

Divestment ist besser als ESG-Integration: A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Green Investing and Sin Stock Exclusion von Olivier Zerbib vom 24. März 2020: „Whether through exclusionary screening or ESG integration, sustainable investing contributes toward increasing the cost of capital of the least ethical or most environmentally risky companies. Both practices are thus effective means of pressure available to sustainable investors to encourage companies to reform." …. „Compared to the inclusion of environmental criteria, the more pronounced effect of sin stock exclusion may be attributed to the larger number of U.S. investors who exclude this category of assets for ethical motives" (S. 28; vgl. https://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/).

Leerverkäufe können verantwortungsvoll sein, müssen es aber nicht: Short Selling and Responsible Investment von der AIMA Alternative Investment Management Association und Simmons & Simmons vom 17. Juli 2020: "By selling short carbon-intensive issuers, for instance, a manager can mitigate the carbon risks in its fund, while simultaneously contributing to a positive ESG impact by raising the cost of capital for the issuers being sold short. Short selling also provides a means by which managers can be rewarded for uncovering carbon and other ESG risks which may be inappropriately priced. …. The proposed EU regulation on the adverse impact of investments mentioned above, for instance, does not offer any means by which managers can report the impact of their short positions (or indeed even

the existence of such positions). Doing so would ease the implementation of responsible investment outside of the long-only investment industry, and help unlock an effective tool for furthering the goals of responsible investment" (S. 13). **Mein Kommentar:** Das vorgeschlagene Reporting wäre gut. Dann würde man auch sehen, wenn gute ESG-Wertpapiere leerverkauft würden.

Länder mit höherem ESG Score managen die Coronakrise besser: Country ESG Ranking Update – July 2020 COVID-19 demonstrates the benefits of ESG analysis von Max Schieler von RobecoSAM vom 21. Juli 2020: "Of the 23 developed countries included in our country ESG assessment, 20 belong to the two top-tier ESG categories (scores of 7.0 or higher); only Greece, Italy, and Spain belong to the medium performing category (scores between 6.0 and 7.0). And though their scores kept them within the top 20, two of the world's biggest economic giants, the United States and Japan are strikingly absent from the leading group. Singapore maintained its position as a leading emerging market country with an ESG score of 7.84 and a rank of 16 overall. Out of the group of 127 emerging market and developing countries, only 10 made it into the second-best category (scores between 7.0 and 8.0). Apart from Singapore, Hong Kong and Israel, they are all located in Europe. With the exception of Brazil, BRICS countries continued to perform poorly. All scored between 4.0 and 5.0, placing them in the second-lowest scoring category" (S. 5). …" Therefore, a country's ESG characteristics will, with certainty, have an influence on whether a country will be reasonably successful in managing and rebounding from crises—whether environmental, social, economic, or geopolitical in nature. In light of the current crisis, we would expect countries with higher ESG scores to have lower viral caseloads—that expectation has largely played out in the data collected so far" (S. 16). "Along with strong social support structures, governance features are also highly correlated with how well countries have managed the COVID-19 crisis" (S. 19).

Family Office könnten mehr Impact haben: White Paper How to increase family office engagement in impact investing von der Bertelsmann Stiftung vom April 2020: "the White Paper highlights a range of recommendations that should support families and family offices in shifting their capital towards impact: Implement more and better communication both internally, as well as with peers; Take a strategic approach and build a team to translate family values into an impact strategy; Choose supportive advisors or get rid of them; Decrease transaction costs through active and intentional collaboration; "Walk the talk" (S. 7).

ESG Anbieter ohne Impactkritik

Reiche wollen ESG und mehr Informationen: World Wealth Report 2020 CapGemini: „Within the uncertain COVID-19 environment, hyper-personalized offerings and socially responsible investment options will be essential to meeting client expectations, retaining current business, and capturing growth opportunities" (S. 4). … „HNWIs plan to allocate 41% of their portfolio to SI products by the end of 2020, and 46% by the end of 2021" (HNWI = High Networth Individuals; S. 15). …„More than 60% of HNWIs reported unsatisfactory experience during their attempts to research information about a firm, regarding personalized updates about new wealth offerings, when receiving educational market information, and regarding value-added services" (S. 21).

McKinsey findet ESG für Privatbanken sehr wichtig: The future of private banking in Europe: Preparing for accelerated change von McKinsey vom Juli 2020: "Banks should

consider embedding sustainability and ESG propositions into all product offerings, to underline their long-term vision for their clients and society and meet the needs of emerging client segments (e.g., millennials). Yet, only 16 percent of our survey participants consider sustainability a priority driven by client demand, a desire to create positive impact on society, or regulation. These banks aim to put sustainability into action, by embedding it in the investment process or by minimizing the bank's ecological footprint" (S. 11).

Gute Greenwashinganalyse von der DWS: How best to measure asset managers' credentials when it comes to ESG von Wan Huang und Michael Lewis von der DWS vom Juli 2020: "However, a deeper examination into various corporate governance reports shows that asset managers have been employing a number of different calculations around this metric. … this "rebellious" measure can range from 15% to 75%, or even 100%, by applying smaller denominators such as the number of meetings held or companies voted, instead of number of resolution items" (S. 3). … "when asset managers disclose third-party ESG data providers in their PRI annual Transparency Report or Sustainability Report, the scope is not entirely consistent. Some only identify dedicated external ESG providers, such as Sustainalytics, MSCI or Trucost, while some others include existing financial data sources which provide additional ESG information, such as the three traditional credit agencies and Bloomberg" (S. 4). … "due to limited availability of clean data around ESG and historically fluid categorisation, greater AuM growth and inflows can be achieved by ESG fund reclassification. Similarly a larger number of ESG-related products does not testify for better approaches, underlying assets nor investment processes" (S. 5).

Es gibt erst wenige gute nachhaltige Vermögensverwaltungsangebote: Mit diesen Fonds-VV-Strategien können Vermittler nachhaltig punkten in FondsProfessionell Online vom 14. Juli 2020: „Einen Öko- oder Ethikfonds vermitteln kann jeder. Eine nachhaltige Vermögensverwaltung ist dagegen ein Alleinstellungsmerkmal. FONDS professionell hat sich bei Maklerpools und Depotbanken umgehört, welche Angebote freien Finanzberatern offenstehen." **Mein Kommentar:** Auswahl und Kosten der Angebote erscheinen nicht noch nicht überzeugend. Zum Vergleich können gerne die bereits seit 2016 angebotenen ESG ETF-Portfolios und die Aktien ESG Portfolios meiner Firma Diversifikator herangezogen werden oder auch die 16 Portfolios der Deutschen Wertpapiertreuhand.

Grüne Fondsnamen bringen mehr Absatz: What's in a (Green) Name? The Consequences of Greening Fund Names on Fund Flows, Turnover, and Performance von Sadok El Ghoul und Aymen Karoui vom 24. Juni 2020: "funds that adopt a more sustainability-related appellation increase their flows by 1.18% per month (or 14.14% per year) in the year after their name change. Second, funds that change their name proceed to carry out a significant rebalancing of their portfolio, as gauged by the fund turnover which moves from 0.71 to 1.03, i.e. an increase of 0.32. Lastly, the rebalancing of the portfolio does not significantly change the exposure to major risk premia, nor affect fund performance, following the name change" (S. 13).

Impactkritik

Großzügige Impactbetrachtung: Impact Investing in Deutschland 2020 – ein dynamischer Wachstumsmarkt Zusammenfassung von Volker Then und Tobias Schmidt von der Bundesinitiative Impact Investing vom Juni 2020: „Impact Investing ist heute keine visionäre Idee einer kleinen Gruppe von Innovatoren mehr, sondern ein ausdifferenzierter

Milliardenmarkt mit großem Wachstumspotential und hoher Dynamik“ schreibt Frank Niederländer auf S. 1. (vgl. https://prof-soehnholz.com/absolute-und-relative-impact-investing-und-additionalitaet/).

Impact-Tipps: The principles for positive impact finance der UNEP Finance Initiative sollen helfen: „investors and donors to holistically evaluate the impacts of their investments and orient their investment choices and engagements accordingly“.

Modellbasierter Ansatz ohne große Überraschungen: Sustainable Investing in Equilibrium von Lubos Pastor, Robert Stambaugh und Lucian Taylor vom 24. März 2020: „..sustainable investing generates positive social impact, in two ways. First, it leads firms to become greener. Second, it induces more real investment by green firms and less investment by brown firms“ (S 31).

Impact Venture bringt weniger Rendite: Impact Investing von Brad Barber, Adair Morse und Ayako Yasuda vom 18. März 2020. „We document that ex post financial returns earned by impact funds are 4.7 ppts lower than those earned by traditional VC funds” (S. 33). “We find that impact investors are on average willing to forgo … about 2.5 to 3.7 ppts in expected excess IRR” (S. 34). … “The willingness to pay for impact varies considerably across legal and regulatory environments, investor geography, and time (S. 35) “… development organizations, financial institutions, and public pensions – exhibit reliably positive willingness to pay for impact” (S. 34).

Impactkritik 1: Donating effectively is usually better than Impact Investing von Hauke Hillebrandt und John Halstead vom : “Impact investing might … be worse than investing to give, but from a social impact point of view **it is still probably better than socially neutral investing alone**. Thus, the arguments here should not be thought to justify socially neutral investing over impact investing. Impact investing in efficient markets may often only have a modest effect on the capital available to companies, but a modest effect is better than nothing, and the indirect effects appear more substantial. Our point is that …. people can probably increase their impact significantly by switching from impact investing to investing to give or donating now.”

Impactkritik 2: Profiting from our pain: Privileged access to social impact investing von Cary Martin Shelby vom ….: Social impact investing … can successfully connect distressed communities to vital resources such as safe drinking water, low-cost business loans, clean energy sources, and even high-quality educational opportunities. Government and philanthropist resources will likely be insufficient in resolving these growing needs in coming decades. However, as this Article reveals, well-intentioned social impact investors can create devastating harms that can annihilate the very communities that they are trying to serve. Many such investments have generated negative externalities that have decreased net social welfare, thereby creating even more crises for the already underfunded governments and philanthropists to try to resolve” (S. 47).

Impactkritik 3: How Liberatory Philanthropy and Restorative Investing Can Remake the Economy von Rodney Foxworth in Non Profit News | Nonprofit Quarterly vom Sommer 2020 bzw. Februar 2019: “not only is philanthropy the product of wealth inequality, philanthropy—deliberate or not—thrives in an environment that perpetuates privilege, white supremacy, and entrenched power … of the fifteen largest U.S. foundations, only Ford, Kellogg, Kresge, and

MacArthur have committed part of their endowments to align with their missions. But even with these foundations, their assets by and large are still not invested in alignment with their missions".

36 deutsche SDG Fintechs: Focus note series on Fintech for sustainability: Current landscape and key opportunities von der Green Digital Finance Alliance, dem Fair Finance Institute, dem Institute for Social Banking (ISB) und Conscious Fintech vom Januar 2020 und German Fintech for Sustainability: "Die SDG-Fintech-Szene wird in Deutschland von kleineren, jungen Firmen dominiert, etablierte Finanzdienstleister spielen nur eine geringe Rolle. Die meisten SDG-Fintechs zielen auf das SDG7 ab: „bezahlbare, verlässliche, nachhaltige Energie für alle" (affordable and clean energy). Die für das Mapping identifizierten 36 „SDG-Fintechs" stellen nur etwa 4-5 Prozent aller Fintechs in Deutschland dar." **Mein Kommentar:** Ich freue mich, dass Diversifikator aufgenommen wurde. Hier sind noch ein paar weitere Kandidaten: https://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/. Über manche Firmen auf der Liste kann man aber streiten.

(ESG-) Wealthtech

Gutes Potential für hybride Robo-Advisors: Robo-Advice and the Future of Delegated Investment von Christoph Merkle vom 23. Juni 2020: "Robo-advisors primarily appeal to a clientele of already financially sophisticated investors. Not only are they easiest to reach for a new offer on the market, but also by design many robos demand a certain level of financial literacy. Robo-advisors lack some of the qualities people look for in a "money doctor", which range from the initial encouragement to invest in risky asset classes to the opportunity to initiate contact to bring up a specific question. The human touch is valued highly by millennials as well, which implies that it will not go away just by the passage of time. The business model of online-only robo-advisors still has to stand the test of time. Currently there is a mismatch between the acquisition costs for each customer and the meager fee-income. Only very large robo-advisors can exploit the economies of scale, as the fixed costs for implementing an advisory tool are high. Consequently, a hybrid model with humans and technology working hand-in-hand is widely advocated as most promising solution. Most financial institutions are still in the experimental stage with such offers" (vgl. https://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/).

Digitale Anleihen können attraktiv sein: Loanboox: Der Krimi um die erste digitale Anleihe von Stefan Mühlemann vom 23. Juli auf Finews.ch: „Emittenten wie Investoren sehen die Preisentwicklung sowie die Anzahl der Gebote und können bei Bedarf nachbessern. Die Zuteilung erfolgt schliesslich nach gebotenem Preis und nach dem Zeitpunkt der Eingabe – «first come, first served». Hinzu kommt das Versprechen, die Transaktion innert weniger Stunden oder gar Minuten und zur Hälfte des Preises abzuwickeln."

Online-Finanzdienstleistungen über den Arbeitgeber: Goldman Sachs' Ayco adds 'marketplace' for workplace clients von Emile Hallez vom 7. Juli in investment news: „The marketplace includes Betterment, student-loan provider CommonBond, Goldman Sachs Invest, Goldman Sachs affiliate Marcus, Ayco's Protect insurance brokerage and charitable giving company Pinkaloo." …"The company is planning to expand its marketplace to include annuities, investment accounting and tax services".

Charles Schwab und Betterment wollen Direct Indexing wohl forcieren: With Schwab in Motif mode, Jon Stein tells Bloomberg Betterment's ETF view is shifting, talks ‚revolution,' but declines through spokesman to confirm any imminent shift to direct indexing von Oisin Breen vom 21. Juli 2020 auf RIABIZ.com (vgl. https://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/).

KLIMATOOLS IM TEST UND NEUES ESG- UND IMPACTRESEARCH (8-2020)

Klimatools wurden gleich in zwei Researchbeiträgen getestet. Außerdem werden mehr als 20 weitere Beiträge vorgestellt zu den Themen Biodiversität, Klimaszenarioanalysen, traditionellen und alternativen Investments, ESG Ratings und ESG Integration, Engagement, grünen Fintechs und Wealthtech.

Klimatools sind nötig: Die Umwelt

Gute Luft kann Leben verlängern: Luftverschmutzung senkt weltweite Lebenserwartung um zwei Jahre von Agence France-Press vom 29. Juli ins CSR News: „In den USA, Europa und Japan habe sich die Luftqualität dagegen verbessert, schrieben die Forscher. Im weltweiten Durchschnitt reduziere sie die Lebenserwartung aber weiterhin um fast zwei Jahre".

Corona-Hilfspakete schaden der Umwelt: Green Stimulus Index: An assessment of the orientation of COVID-19 stimulus in relation to climate change, biodiversity and other environmental impacts von VividEconomics und Finance for Biodiversity Initiative vom 12. Mai 2020. "The Green Stimulus Index (GSI) assesses the effectiveness of the COVID-19 stimulus efforts in ensuring an economic recovery that takes advantage of sustainable growth opportunities, and builds resilience through the protection of the climate and biodiversity" (S. 2). … "In 14 of the 17 countries considered, potentially damaging flows outweigh those supporting nature. Of the more developed countries, the United States stands out as the largest scale risk" (S. 3). …"The 'Next Generation EU' recovery package is the most environmentally friendly stimulus package to date. Of the €750 billion (US$830bn) package, 30% will be directed towards 'green' initiatives, including targeted measures to reduce dependence on fossil fuels, enhance energy efficiency, invest in preserving and restoring natural capital, among others. Furthermore, all recovery loans and grants to member states will be attached to 'do no harm' environmental safeguards" (S. 3). "The German government has bailed out three airlines, TUI Fly (US$1.98 billion), Lufthansa (US$9.9 billion) and Condor (US$600 million) without environmental conditions" (S. 26).

Gigantische Risiken und Chancen von Biodiversität: New Nature Economy Report II The Future Of Nature And Business vom World Econoic Forum vom 14. Juli 2020: „The first report of the World Economic Forum's New Nature Economy Report (NNER) series, Nature Risk Rising, highlighted that $44 trillion of economic value generation – over half the world's total GDP – is potentially at risk as a result of the dependence of business on nature and its services. Biodiversity loss and ecosystem collapse ranked as one of the top five threats humanity will face in the next 10 years in the World Economic Forum's 2020 Global Risks Report" (s. 7). … "a fundamental transformation is needed across three socioeconomic systems: food, land and ocean use; infrastructure and the built environment; and energy and extractives. 80% of threatened and near-threatened species are endangered by the three

systems … 15 systemic transitions with annual business opportunities worth $10 trillion that could create 395 million jobs by 2030 have been identified" (S. 8).

Klimatools: Tests und Anforderungen

11 Klimatools im Test: The Alignment Cookbook – A Technical Review of Methodologies Assessing a Portfolio's Alignment with Low-Carbon Trajectories or Temperature Goal von Julie Raynaud u.a. vom Institut Louis Bachelier vom Juli 2020: "Aligning a portfolio "with a temperature trajectory", "with the temperature objective of the Paris Agreement" and "with the Paris Agreement" are not equivalent and require methodologies that rely on different principles" (S. 6). "Temperature alignment methods …. can be seen as a one of the multiple tools available to investors today to set up and monitor the results of an alignment strategy, amongst a range of other approaches such as green-brown metrics and scores" (S. 6). "The main tradeoffs identified relate to: 1. What value chain perimeter to include in the assessment, 2. How to forecast the future climate performance of companies, 3. What scenarios to choose considering practical and conceptual implications, 4. How to derive temperature benchmarks" (S. 7). … "Currently available temperature alignment methods show little consistency in terms of results" (S. 7). "Multiple layers of uncertainties compound themselves at each step of a temperature alignment methodology" (S. 8). … "Eleven methods were tested in this report on two indices" (S. 8): "Arabesque S-Ray Temperature Score (p.145); Carbon4 Finance 2° alignment (p.147); CDP-WWF Temperature Rating (p149); EcoAct ClimFIT temperature (p151); Urgentem (p.153); I Care & Consult SB2A (p.155); ISS (p.157); MSCI Carbon Delta Global Warming Potential (p.159); right. based on science XDC model (p.161); S&P Trucost SDA-GEVA (p.163); 2° Investing Initiative PACTA (p.165)" (S. 9).

16 Klimatools im Test: Taming the Green Swan: How to improve climate-related financial risk assessments von J. A. Bingler und C. Colesanti Senni von der ETH Zürich vom 24. Juli 2020: "First, we identified criteria to assess climate risk tools for financial decision-making. These criteria could serve as a first step towards developing a comprehensive theory of climate transition risk indicators for financial decision-making, which is currently lacking. Furthermore, we assessed the state of the art of currently available climate risk tools by aid of a sample of 16 tools, using descriptive and criteria-based analysis. The results of the meta analysis highlighted strengths, key gaps and areas to improve financial climate risk tools" (S. 56). … "it would be of high importance that public transparency, based on standardised frameworks to ease the understanding of assumptions and key characteristics of scenarios and further modelling, would become a basic requirement for climate risk tool providers" (S. 57).

(Klima-)Szenarioanalysen müssen kritisch hinterfragt werden: PRI Climate Thought Leadership – Pathways to Net Zero: Scenario Architecture for strategic resilience testing and planning von Mark Fulton et al. von Energy Transition Advisors vom Juni 2020: "This approach to choosing scenarios and targets suffers from several challenges: • Temperature outcomes may hide fundamental differences in scenario architecture, and therefore near-term pathways, with dramatic ramifications for the actual ambition. • Long-term net zero targets are important, but could become „time washing" where long-term goals are set without short-term accountability and the opportunity to verify them. … • These issues can be addressed focusing on the scenario architecture itself, rather than just benchmarking ambition based on the „temperature outcome" of any given scenario and so importantly setting short-term and more realistic goals" (s. 4). … "This paper primarily seeks to help investors, both Asset Owners and Asset Managers and their service providers, to understand; 1. the background to,

and architecture of, key drivers that determine the financial impact of any scenario. These can be used to compare and contrast scenarios; 2. how climate scenarios can be used in risk analysis of their own portfolios and engagement with companies following the Paris Agreement and IPCC SR1.5°C study; 3. how higher probability, in an economic sense, scenarios can become base case forecasts to begin to inform actual business and portfolio planning and decisions through real-world metrics such as production, capex and emissions, culminating in action; 4. that the pathway and detailed metrics to reach an end ambition are key in financial analysis which can be termed the scenario "architecture"" (S. 8).

Traditionelle und alternative Geldanlagen

Mein Reden: Academically Verified Investment Strategies that Failed von Allan Roth vom 30. Juli 2020 auf Advvisor Perspectives: Faktorstrategien, Smart Beta und Alternatives: "All of these strategies were supported by well-known academic researchers and everyone worked in the past. Why did they fail going forward? Most charged high to outrageously high fees and some of the research ignored those fees. Past performance isn't a good predictor of future performance and back testing merely means you are buying at a high valuation, after outperformance. Finally, no professor from any university is going to get published or get juicy consulting gigs by proving once again that simplicity, diversification, low fees, and rebalancing is superior. They must come up with new insights and it is human nature to want to beat the market" (vgl. https://prof-soehnholz.com/passive-asset-allokationen-sind-besser-als-aktive/).

Variable Risikoprämien für Aktien: Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2020 Edition von Aswath Damodaran vom 19. März 2020: "The risk premium is a fundamental and critical component in portfolio management, corporate finance and valuation. Given its importance, it is surprising that more attention has not been paid in practical terms to estimation issues. … The premiums that we estimate can vary widely across approaches, and we considered two questions towards the end of the paper. The first is why the numbers vary across approaches and the second is how to choose the "right" number to use in analysis. For the latter question, we argued that the choice of a premium will depend upon the forecast period, whether you believe markets are efficient and whether you are required to be market neutral in your analysis" (S. 130).

Indexinvestments mit Klumpenrisiken: Konzentrationsrisiken bei Indizes – die echten wie die vermeintlichen von Ali Masarwah von Morningstar vom 31. Julie 2020: „der Anteil der zehn größten Aktien im S&P 500 die 25 Prozent-Marke zuletzt im Juni 2000 überschritten hatte. Heute ist der US-Leitindex mit einem Top-10- Anteil von gut 27 Prozent noch kopflastiger geworden". **Mein Kommentar:** Meine Portfolios mit meist nur 30 gleichgewichteten Titeln haben geringere Klumpenrisiken.

1/N Gleichgewichtung ist auch nicht perfekt: The Jury is Still Out On the Performance of Naive Diversification (1/N rule) von Redouane Elkamhi und Marco Salerno vom Juni 2020: "Our work provides ample evidence that "fixed weights" naive rules (e.g. 1/N), which are used for the allocation of the policy mix by asset managers and pension funds, can be strongly outperformed by the use of risk-based allocation rules such as risk-parity, inverse variance and inverse volatility" (S. 30). **Mein Kommentar:** Klassische Optimierungen, für die auch Renditen geschätzt werden müssen, zeigen keine signifikante Outperformance gegenüber 1/N. Meine Erfahrung mit 1/N ist sehr positiv, denn kapitalisierungsbasierte Allokationen und

aktive Manager werden damit meistens geschlagen. Wer Risiken gut schätzen kann und das „richtige“ Allokationsmodell wählt, könnte sogar besser als 1/N sein. Aber wer kann das schon richtig?

14 Risk Parity Methoden im Vergleich: Risk Parity: Methods and Measures of Success von Resolve Asset Management vom Juli 2020: “The risk parity asset allocation strategy seeks to build regime-agnostic portfolios designed to achieve financial objectives regardless of the trajectory of future economic environments. …. We examine 14 quantitative risk parity methods and an ensemble of methods applied to a comprehensive universe of global futures markets from 1985 through May 2020. “ (Abstract). “We demonstrated that different risk parity methods exhibit trade-offs between different measures of diversity. Of particular note, we observed …. a large systematic bias toward bonds in the sample period. Given that bonds produced a much higher Sharpe ratio than equities or commodities it is not surprising that these methods achieved the highest in-sample performance. …. The examination period was dominated by deflationary periods, and bond yields fell from very high levels near the start of the period to very low levels today. These dynamics produced a strong tail-wind for bonds in-sample. However, risk parity portfolios should be agnostic to inflation and growth surprises. Therefore, portfolios with a systematic bias toward bonds are unlikely to achieve this objective” (S. 20).

Private Equity Allokationen können kritisch sein: An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory von Ludovic Phalippou vom 15. Juli 2020: “Private Equity (PE) funds have returned about the same as public equity indices since at least 2006. … Yet, the estimated total performance fee (Carry) collected by these PE funds is estimated to be $230 billion, most of which goes to a relatively small number of individuals. … Rebuttals from the big four and the main industry lobby body are provided and discussed” (Abstract). … “Most economists think that if “sophisticated investors” want to increase their investment in PE, it must be that returns are good. However, this view implies that fund managers are too generous (or public-spirited) to increase their fees to the point where this free lunch is eliminated. Alternatively, it might be the case that fund managers need to deliver excess returns to compensate for the illiquidity. But if the excess return is a compensation for risk, then it is just a fair return and investors should not be enthusiastically increasing allocations as a result of this excess return. Perhaps investors find it attractive to earn the same in PE as they do in public equity (at least in a bull market) because reported returns in PE are smooth and thus appear to be less volatile. That would mean investors demand a negative liquidity premium. The PE industry is less of a puzzle, however, if one recognises the multiple layers of agency conflicts and the complexity of measuring risk and returns of illiquid assets, whose effect is exacerbated by the lack of knowledge on that particular issue by some of the decision makers “ (S. 32).

Frauen sind für Wealthmanager sehr wichtig: Women as the next wave of growth in US wealth management von Pooneh Baghai et al. von McKinsey & Company vom Juli 2020: “Today, women control a third of total US household financial assets—more than $10 trillion (Exhibit 1). But over the next decade, large sums of money are expected to change hands. The biggest driver of this shift is demographics. ….By 2030, American women are expected to control much of the $30 trillion in financial assets that baby boomers will possess—a potential wealth transfer of such magnitude that it approaches the annual GDP of the United States” (S. 2).

Großanleger haben besonders viel Verantwortung: Universal ownership in practice – A practical positive investment framework for asset owners von Ellen Quigley vom 22. Juli 2020.: "Universal owners such as pension funds, insurance companies, university endowments, and sovereign wealth funds have an interest in the long-term health of the financial system as a whole (Hawley and Williams 2000; Dimson et al. 2013; Quigley 2019). These asset owners cannot diversify away from systemic risks such as climate change, inequality, and pandemics, and can only mitigate whole-system threats by effecting change in the real economy" (S. 1). … "A new framework for universal owners, then, is clearly required. Such a framework operates from a lens of real-world risk mitigation, and therefore treats the primary and secondary markets differently, with a particular focus on the allocation of new capital within investor portfolios and in company spending; insists on "ungameable" and absolute metrics; supports complementary public policy and standard-setting; and engages in forward signalling to reduce wastage, infrastructure lock-in, and stranded assets. ESG is manifestly incapable of effecting the widespread changes required in the coming decade alone" (S. 15/16). **Mein Kommentar:** Diese Kritik an ESG basiert auf einer falschen Diversifikationserwartung. Auch Großanleger müssen nicht in alle Wertpapiere investieren, sondern können durchaus tausende schlechte Investments meiden (vgl. https://prof-soehnholz.com/divestmentkritik-populaere-aber-falsche-kritik-an-verantwortungsvollen-geldanlagen/).

Trendfolge ist ein prognosefreier natürlicher Investmentansatz: The philosophy of trend following von Andreas Aigner und Walter Schrabmair vom 7. Juli 2020: "Trend Following is not predictive in any way, except judging the future by measuring the past and ascertaining that whatever worked in the past should continue working as long as a break-level is not reached. …. It is simply a manifestation of what hundreds of years of trend followers have already practiced unconsciously or subconsciously in the social, religious or economical/financial context" (S. 5; vgl. https://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/).

Mehr als Klimatools: ESG Investmentumsetzung

Momentum- und ESG-Investments können kompatibel sein: ESG Scores and Price Momentum Are More Than Compatible von Markus Padysak vom 16. Juli 2020 von Quantpedia: "the algorithm chooses high ESG stocks that are less volatile and at the same time, have a large momentum. …. The strategy …. leads to more consistent returns, lower volatility and drawdowns. Overall, the results are in line with literature about ESG and the connection of momentum and volatility. Results are also supported by rolling regressions that estimate the relationship between ESG scores and volatility or maximal drawdown".

Bald mehr Anbieter mit Rinderprodukten als Ausschlußkriterium? Butchering the planet – The big-name financiers bankrolling livestock corporations and climate change von Feedback vom 8. Juli 2020: "From farm to fork, the food system generates 25–30% of global greenhouse gas (GHG) emissions, but while capital markets are starting to wake up to the risks of climate change and taking steps to tackle these emissions from fossil fuels, emissions from food and agriculture remain largely unaddressed" (S. 5). "Loans totalling $167 billion flowed from over 200 banks to the world's thirty-five largest meat and dairy corporations, which together emit more than the economies of Germany, Canada or the UK" (S. 6). … "Banks and investors that promote their sustainability policies, wearing commitments to end deforestation and combat climate change with pride, are deeply implicated in the financial

support offered to the global livestock industry" (S. 6). ." The most common ask among investors when 'engaging with companies' isn't for concrete emissions reduction or to stop driving deforestation but for 'more reporting'" (S. 6). … "Within 10 years, the livestock sector will account for almost half (49%) of the world's emissions budget for 1.5°C by 2030" (S. 7). Nestlé (Rang 13), DKM Deutsches Michkontor (21) und Tönnies (24) gehören zu den Top 25 „meat and diary producers" weltweit (S. 16). **Mein Kommentar:** Diversifikator schliesst Rinderprodukte aus diesem Grund seit einiger Zeit aus, ich kenne aber keinen anderen anbieter, der das macht.

Anlageprofis müssen ESG Integration noch erheblich verbessern: ESG Integration in Europe, the Middle East and Africa: Markets, Practices, and Data vom CFA Institute und den Principles for Responsible Investments vom März 2019: " 2. Governance is the ESG factor most investors are integrating into their process. 3. Environmental and social factors are gaining acceptance, but from a low base. … 5. Portfolio managers and analysts are more frequently integrating ESG into the investment process, but rarely adjusting their models based on ESG data, 6. The main drivers of ESG integration are risk management and client demand. 7. The main barriers to ESG integration are a limited understanding of ESG issues and a lack of comparable ESG data. …. 10. Many workshop participants were concerned that ESG mutual funds and ETFs offered to investors may be driven by marketing decisions and may not be true ESG investment products" (S. 1 und 2). … "Germany 1. Respondents see the impact of ESG issues on the prices of equities and bond yields as lower in Germany than in the other EMEA markets we visited, although these numbers increase substantially when we asked survey respondents how they feel ESG issues will affect share prices and bond yields by 2022. 2. Many firms in Germany are at the start of ESG integration. They have a relatively low level of ESG integration, but it is likely to grow. German firms often use screening as a form of integration. 3. The main barriers to ESG integration in Germany are a lack of comparable and historical data and a limited understanding of ESG issues" (S. 3).

Sehr unterschiedliche ESG-Scores nach Branchen: ESG scores and beyond (Part 1) Factor control: isolating specific biases in ESG ratings von Kevin Ratsimiveh et al. von FTSE Russell vom Juli 2020: "According to our study, almost half of the information contained in the ESG ratings is explained by three factors: size, activity, and country" (S. 3). Interessant finde ich unter anderem Chart 8 auf Seite 14 zu den ESG Scores nach Branchen. **Mein Kommentar**: Selbst für das hier schlechteste Segment Real Estate gibt es ein attraktives Portfolio, das meine strengen E, S und G Mindestratinganforderungen erfüllt.

ESG Investmentperformance und -Nachfrage

Braucht man mehrere Dekaden, um Faktoren zu identifizieren? Is ESG a Factor? Von John West und Ari Polychronopoulos von Research Affiilaites vom Juli 2020: "ESG is not an equity return factor in the traditional, academic sense. We have shown that, unlike vetted factors such as value, low beta, quality, or momentum, ESG strategies lack sufficient historical data, impeding our ability to make a similar conclusion of robustness. Nevertheless, ESG can be a very powerful theme in the portfolio management process in the years ahead" (S. 10). "Only after several decades of quality ESG data will it be possible to accurately test the claim that ESG is a robust factor" (S. 5). **Mein Kommentar:** Man muss keine ESG Outperfomance beweisen. Es reicht, wenn gute ESG-Investments marktkonforme Renditen und Risiken einbringen.

Europäer haben von High-Carbon Investments profitiert: Carbon home bias of European investors von Martijn Adriaan Boermans und Rients Galema vom 22. Juli 2020: "Investors from countries with more carbon-intensive domestic firms tend to have portfolios that are also more exposed to carbon-intensive stocks. Moreover, next to the domestic portfolio, also the EU-home market portfolio of home-biased investors is allocated disproportionately towards more carbon-intensive stocks. …. stocks from the domestic and EU-home market have a 'carbon premium', although this premium is relatively small. By contrast, for all stocks combined we find evidence for a carbon discount in our sample period 2013-2019. However, because euro area investors have such a strong bias to domestic and EU-home market stocks, at the portfolio level we find a strong positive relationship between the stock portfolios' carbon exposure and excess returns" (S. 24). "Future EU carbon regulations could affect consumers in the EU twice: once via its effect on the domestic and EU economy and once because of a failure to diversify carbon risk internationally by investors. Investors mostly at risk are those with high home bias and relatively carbon-intensive domestic stock markets" (S. 25).

Gute ESG Performance im ersten Halbjahr: Mutual Fund Performance and Flows During the COVID-19 Crisis von Ľuboš Pástor und Blair Vorsatz vom 10. Juli 2020: "We analyze the performance and flows of U.S. active equity mutual funds during the COVID19 crisis. We find that most active funds underperform passive benchmarks during the crisis …. Funds with high sustainability ratings and high star ratings outperform those with low sustainability ratings and low star ratings, respectively. When reallocating capital across funds, investors favor funds with high sustainability ratings and funds that apply exclusion criteria. That investors retain their focus on sustainability during a major crisis indicates that sustainability is not just a luxury good" (S. 18; vgl. https://prof-soehnholz.com/esg-halbjahr-relativ-gute-performance-passiver-allokations-und-strenger-esg-portfolios/).

Nachhaltige Investments gewinnen weiter an Fahrt: Morningstar European Sustainable Fund Flows: Q2 2020 in Review von Hortense Bioy und Elizabeth Stuart von Morningstar vom Juli 2020: "European sustainable funds attracted record inflows of EUR 54.6 billion in the second quarter of 2020, double the inflows registered in the tumultuous first quarter of the year. Sustainable fund flows accounted for almost a third of overall European fund flows, while sustainable equity funds continued to outpace their traditional equivalents. … Product development showed a continued rise consistent with previous quarters, with the launch of 107 new funds focused on environmental, social, and governance factors, including 27 passive products. … Asset managers continued „greening" their offerings by converting 40 traditional funds into sustainable funds" (S. 1).

Ziemlich wenig Shareholder Engagement: Review of Shareholder Activism – H1 2020 von Lazard's Shareholder Advisory Group vom Juli 2020. **Mein Kommentar:** Interessante Zahlen, aber ich finde es erschreckend, wie wenig weltweite Aktionärsaktivitäten es gibt und wie wenig diese wenigen Aktivitäten jeweils zu bewirken scheinen. Den Marketingaktivitäten aktiver Fondmanager zufolge müssten diese Zahlen viel eindrucksvoller sein.

Wealthtech

Kritik an 4 geplanten grünen Fintechs: FinTech à la française von Ralf Breuer von Investabel vom 4. August 2020: „Aktuell sind gleich vier FinTech mit dem Kernthema Klimaschutz projektiert. Die Starts sind für den Herbst 2020 bzw. den Winter 2020/21

geplant. Die Angebote folgen ähnlichen Grundlinien: Grün, klimafreundlich, transparent und ehrlich. Einige Anbieter möchten eine „Wirkungsmessung“ (meist „CO2-Fußabdruck“) für die geleisteten Zahlungen anbieten, die allerdings auch schon bei etablierten Anbietern wie BNP Paribas verfügbar ist“. … „Die Messung von Umweltwirkungen von Konsumausgaben über geleistete (Karten-)Zahlungen ist eine auf den ersten Blick nahe liegende Idee. ….Allerdings enthalten die Zahlungsdaten nur rudimentäre Informationen der übermittelten Daten nur zu sehr vagen Ergebnissen führen.“ …. „Für die französischen Angebote nutzt BNP Paribas das Angebot von Greenly (EN) (hps://www.greenly.earth/home). Greenly bietet sehr interessante und hilfreiche Informationen zu den Umweltwirkungen privater Konsumausgaben. Greenly vermittelt (in französischer Sprache) einen sehr guten Eindruck von dem verwendeten Ansa und seinen Schwächen bzw. Grenzen.“

Umfassende Wealthtech Apps: Swiss Private Banking – schlappe Apps von Samuel Gerber vom 4. August 2020 auf Finews.ch: Interessant finde ich vor allem die vielen Dimensionen/Spalten des App-Überblicks von Morgan Stanley Research und Oliver Wyman.

Billiger Robo-Advisor von Vanguard USA: Ten months after it signaled it would, Vanguard Group unleashes its advice robot with analysts sure that 15 basis points and no-nonsense brand will net billions in no time von Liza Shidler von RIABiz.com vom 1. August 2020: “Its first advice product, Personal Advisor Services (VPAS), launched in 2015, today manages more than $167 billion, a feat largely achieved by upselling existing clients…. VPAS charges 30 basis points and uses 700 human advisors“….. “VPAS, which charges a 30-basis-point fee, is aimed at those closer to retirement, reflected in its $50,000 minimum and its clients‘ average age of 57”. ….“Vanguard has a significant advantage in its huge scale, which includes $1.8 trillion in managed retail assets and $1.5 trillion in managed retirement assets — not to mention its ultra-cheap 15-basis-point* fee that undercuts competitors by about 50%”. **Mein Kommentar:** Ich erwarte, dass ETF-Anbieter künftig Robo-Services in Deutschland für ca. 0,3% p.a. anbieten werden. Unabhängige Robos sollten besser Mehrwert bringen, um ihre höheren Gebühren zu rechtfertigen.

Modellportfolios vom ETF-Anbieter: WisdomTree Adds Model Portfolios to Five Fintech Platforms von Samuel Steinberger vom 27. Juli 2020 auf wealthmanagement.com. **Mein Kommentar:** Wealthtech hilft Asset Managern, ihr Direktgeschäft auszubauen (vgl. https://prof-soehnholz.com/anlageberater-robo-advisors-oder-modellportfolios-wer-wird-gewinnen/).

ESG Defizite: Reporting, Ratings und Investments können besser werden (8-2020)

ESG Defizite habe ich diese Zusammenfassung von circa 30 aktuellen Researchberichten zu den Themen CSR, ESG, SDG, Impact, Robo-Advisors, Diversifikation etc. genannt. Deutlich wird: Es gibt noch viel zu tun. Packen wir es an:

Traditionelle Investments und Defizite

(Un)ethische Finanzprofis: Trust in Finance: Values Matter von Renée Adams vom 3. August 2020: “a relatively more ethical value profile of finance professionals is associated

with greater trust in finance. …. in periods of high trust in the finance industry, e.g. the pre-crisis period, finance professionals in the sample are less educated" (S. 17).

Die Schweiz ist kein Geldanlageparadies: Private Banking: So werden Millionäre zur Kasse gebeten vom 5. August 2020 auf Finews.ch mit Verweis auf moneyland.ch: „So zahlen Kunden für ein klassisches Mandat mit einem möglichst hohen Aktienanteil bei einem Anlagebetrag von einer Million Franken im Durchschnitt 1,37 Prozent an Gebühren". „Steuern, Gebühren im Rahmen von Fremdwährungen, Börsen- und Produktgebühren kommen oft noch hinzu. Besonders ins Gewicht kann dies bei den häufigen Fondsmandaten fallen. Hier zahlen Kunden doppelt, warnt Moneyland. Zur Mandatsgebühr kommen noch die Fondsgebühren (TER) hinzu". …"billiger sind die digitalen Robo-Advisor, die aber oftmals gänzlich auf die Beratung der Kunden verzichten. Dem Vergleich zufolge kosten solche Angebote im Schnitt rund 0,7 bis 0,75 Prozent der Anlagesumme pro Jahr – rund die Hälfte dessen, was klassische Mandate kosten". **Mein Kommentar:** Während die Robo-Advisor Kosten in Deutschland nur geringfügig unter denen der Schweiz liegen, können selbst strenge Impact- und ESG-Mandate inklusiver aller Kosten von einigen Vermögensverwaltern wesentlich günstiger und mit viel niedrigeren Mindestinvestments angeboten werden (vgl. https://wertpapiertreuhand.de/news/2020-01-13-dirk-soehnholz-neuer-senior-partner.html; Hinweis: Mit Diversifikator arbeite ich auch für andere Anbieter).

Optimal muss nicht gut sein: The Argument for Bonds in Strategic Asset Allocation von Aron Gottesman und Matthew Morey vom 24. Juli 2020: "Using 10-year time periods, we find that strategic allocations to various asset classes can vary widely depending upon the time period chosen. For example, over the period 1999-2008 (for moderate risk of 11 percent standard deviation) we find the optimal allocation is 99.09 percent to emerging market bonds. However, over the period 2010-2019 we find that this percentage to emerging market bonds falls off to only 13.70 percent. Similarly, we find the same sort of results with domestic equities, emerging equities and real estate" (S. 13). **Mein Kommentar:** Dieser Beitrag zeigt, wie unrealistisch "optimale" Ergebnisse sein können bzw. wie stark Optimierungen von Methoden, Inputdaten und Restriktionen abhängen können.

Kann man von alten Megatrends lernen? Extreme Stock Market Performers, Part II: Do Technology Stocks Dominate? Von Hendrik Bessembinder vom 22. Juli 2020: "This study reports on decade-horizon outcomes for investors in U.S. common stocks since 1950. Despite the stellar performance of investments in firms such as Apple, Amazon, and Microsoft, Technology stocks as a group are more likely to appear on a list of the worst rather than best performers. Telecommunications, Healthcare/Pharmaceutical, and Energy firms are disproportionately represented among those with the best decade-horizon stock returns"… (Abstract).

Gesundheitsinvestments können sich sehr lohnen: Prioritizing health A prescription for prosperity vom McKinsey Global Institute vom 8. Juli 2020: "Using interventions that already exist today, the global disease burden could be reduced by about 40 percent over the next two decades. …. Health innovations in the visible pipeline could cut the disease burden by a further 6 to 10 percent. …. Better health could add $12 trillion to global GDP in 2040, an 8 percent boost that translates into 0.4 percent faster growth every year. … The economic return could be $2 to $4 for each $1 invested in better health" (S. VI).

Profis sind schlechte Fondsselekteure: Choosing Investment Managers von Amit Goyal, Sunil Wahal und Deniz Yavuz vom 16. Juli 2020: "We study how pension plans, endowments, foundations, and sovereign wealth funds choose public equity and fixed income investment managers. Our focus is on the counterfactual: who these plan sponsors could have chosen compared to whom they actually chose. We find two aspects of the choice to be critically important: prior performance and personal connections between individuals employed by these institutions. A cautious reading of the overall evidence suggests that there are no positive excess returns to selection based on either prior performance or connections. But there are a variety of tests in which post-hiring excess returns, both with and without connections, are negative" (S. 32).

Faktoranalysen können sehr unterschiedlich erstellt werden: Performance Attribution – History and Progress von Carl Bacon vom CFA Institute Research Foundation vom 23. Dezember 2019: "The evolution of attribution analysis is clear, easy to trace, and illustrated in Figure 9, which maps, not necessarily in chronological order, the major developments in attribution analysis discussed in this review" (S. 33; vgl. https://prof-soehnholz.com/faktorallokation/).

Diversifikation und Alternative Investments

Sammlerobjekte haben keine besonders attraktiven Renditen: Rich Men's Hobby or Question of Personality: Who Considers Collectibles as Alternative Investment? von Jens Kleine und Thomas Peschke vom 24. Juli 2020: "From a purely rational perspective, it does not seem too promising to invest in collectibles for at least three reasons. Firstly, collectibles are speculative assets that provide no income. Furthermore, their financial performance is on average dominated by that of traditional asset classes.[1] Secondly, a potential diversification effect with respect to traditional asset classes has to be treated with caution (see e.g. Burton and Jacobsen, 1999). Collectibles as an asset class may not necessarily protect against massive price declines during crisis periods and, if so, tend to be rather illiquid. Also, they are subject to fashions and fads that in turn strongly affect their long term value and liquidity. Lastly, collectibles are subject to specific costs and risks (such as e.g. maintenance, storage, theft, counterfeiting or physical destruction), which apply to a much lesser extent to traditional investments (see e.g. McInish and Srivastava, 1982). Nevertheless, the market for collectibles not only endures but has grown recently[2]" (S. 1). … Collectors "possess sufficient means and an open personality that allows them to try new ways of experience coupled with external non-financial utility gains. At the same time they appear tougher and more self-reliant than others in the way they do business" (S. 11).

Valide Kritik an Diversifikation mit alternativen Investments: Endowment Performance von Richard Ennis vom 24. Juli 2020: "Notwithstanding the existence of a handful of arguably skillful endowment fund managers in the realm of alternative investments, the vast majority of endowment funds incur costs that overwhelm the limited opportunity to exploit mispricing. The alt-heavy approach to investing has failed to provide a diversification benefit and has significantly underperformed simpler approaches employing stocks and bonds alone. Absent a change in strategy, the great majority of endowments, large and small, are likely to underperform by a significant margin in the years ahead. Managers confident of their ability to identify truly profitable alternative investments consistently should concentrate those investments to a much greater extent, just as they should do with

traditional active portfolios. Absent such confidence, they should shift assets to passive investments" (S. 17).

Sind Alternatives schlecht für die Rendite? Three Eras of Endowment Performance Between 1974 and 2019 von Richard Ennis vom 12. August 2020: „Three distinct eras define endowment fund performance since 1974. The first was when they held predominantly stocks and bonds. The second era witnessed spectacular performance from alternative investments. The final era, post-GFC, was one in which alternative investments became a source of deadweight diversification" (S. 1; GFC = Global Financial Crisis). … "The average number of managers for endowments with assets over $1 billion in 2019 was 108, substantially more than the average of 18 in 1994, when the Golden Age began. With so many managers nowadays, certainly there are a lot of offsetting active bets (deadweight) in the mix. … Given prevailing diversification patterns, endowments' investment expenditures of 1-2% of asset-value simply overwhelm the opportunity to exploit mispricing." (S. 9).

ESG Defizite: Corporate Social Responsability (CSR) und ESG Ratings

Heftige Reportingkritik an der Ölindustrie: Exposing a ticking time bomb – How fossil fuel industry fraud is setting us up for a financial implosion – and what whistleblowers can do about it von John Kostyak et al. vom National Whistleblower Center vom Juli 2020: "We find that a vast array of deceptions about climate risk are underway in the fossil fuel industry. These deceptions generally fall into three categories: • Overstating the value of reserves • Understating environmental liabilities • Understating physical risks to infrastructure". … "Deception about the financial risks of climate change is pervasive across the fossil fuel industry" (S. 6).

Lieferketten sollten nicht überoptimiert werden: Could climate become the weak link in your supply chain? McKinsey Global Institute case study vom Juni 220: "Supply chains and the infrastructure that supports them are designed for a stable climate. As hazards evolve, it will be necessary to increase investment in adaptation, possibly at the expense of efficiency" (S. 26).

Deutsche Großunternehmen sollten besser reporten: Nachhaltigkeitsberichte deutscher Grossunternehmen – 4. Untersuchung der Berichterstattung nach den GRI-Standards von Manfred zur Nieden, Max Braun und Anil Gürtürk von Transparency International Deutschland vom Juli 2020: „Die Richtlinien der Global Reporting Initiative (GRI) haben sich international weitgehend als Standard für die Nachhaltigkeitsberichterstattung durchgesetzt. … Die Berichterstattung zur Korruptionsbekämpfung in deutschen Unternehmen mit den höchsten Berichtsqualität ist seit 2016 unverändert auf niedrigem Niveau. Bei dem Standard 205 – Korruptionsbekämpfung wird weniger als die Hälfte der durch die GRI-Standards geforderten Informationen angegeben. Die Auslassungen werden in 70 Prozent der Fälle nicht begründet. … Es mangelt an kritischem Blick der externen Prüfer – mehr Verbindlichkeit und Transparenz sind nötig" (S. 3).

Eine proaktive Klimapolitik ist nötig: Climate-related financial policy in a world of radical uncertainty: Towards a precautionary approach Hugues Chenet, Josh Ryan-Collins and Frank van Lerven vom UCL Institute for Innovation and Public Purpose vom 9. Februar 2020: Climate related financial risks (CRFR) "are characterised by radical uncertainty, meaning conventional backwards-looking probabilistic financial risk modelling is not fit for purpose in

dealing with them. While scenario analysis and stress testing to some extent recognise the uncertainty problem, they remain based upon assumptions that are subject to significant uncertainty and do not sufficiently justify action in the short term, despite widespread recognition of the risks posed by inaction". A Precautionary Financial Policy (PFP) approach helps justify preventative actions now to mitigate the potentially catastrophic financial and economic damages created by climate change, and shape financial markets in a clear direction towards a preferred net-zero carbon future". …. "This paper is an exploration and attempt to lay out a new policy framework for dealing with CRFR rather than a turn-key solution for financial regulation in the face of such risks" (S. 24).

Aber muss das Rad wirklich neu erfunden bzw. reguliert werden? Umweltbezogene und menschenrechtliche Sorgfaltspflichten als Ansatz zur Stärkung einer nachhaltigen Unternehmensführung von Cara-Sophie Scherf, Nele Kampffmeyer, Peter Gailhofer, David Krebs, Constantin Hartmann, Remo Klinger im Auftrag des Umweltbundesamtes vom Juli 2020: „Im Kontext globaler Wertschöpfungsketten kommt es immer wieder zu gravierenden Menschenrechtsverletzungen und Umweltschädigungen. Von global tätigen Unternehmen wird zunehmend erwartet, dass sie die Verantwortung für die (globalen) Auswirkungen ihrer Geschäftstätigkeit und Geschäftsbeziehungen übernehmen. … Immer häufiger wird dabei der Ansatz der Sorgfaltspflichten zugrunde gelegt. Das Konzept sieht vor, dass Unternehmen geeignete Verfahren etablieren, um ihre möglichen und tatsächlichen negativen Auswirkungen zu ermitteln und entsprechende (Gegen-)Maßnahmen ergreifen, um diese Auswirkungen zu vermeiden, zu beenden oder auch wiedergutzumachen, sofern bereits Schäden eingetreten sind. … Vor diesem Hintergrund formuliert der vorliegende Bericht Empfehlungen zur Umsetzung insbesondere umweltbezogener Sorgfaltspflichten durch Unternehmen" (S. 17). „Im Ergebnis wird empfohlen, ein neues Stammgesetz zu schaffen, das die menschenrechtliche und umweltbezogene Sorgfaltspflicht integriert, rechtsgebiet- und branchenübergreifend regelt" (S. 19). Mein Kommentar: Ich habe keine Hinweise zu ESG Ratings bzw. Ratingagenturen gefunden, dabei beurteilen die schon jahrelang sehr viele der hier relevanten Aspekte. Unternehmen berichten bereits viele Informationen an diese Agenturen. Ist eine zusätzliche (deutsche) Regulierung in dieser Form wirklich nötig?

Gute Ergänzung von ESG Ratings (1): Impact-weighted financial accounts: The Missing Piece for an Impact Economy von George Serafeim, Robert Zochowski und Jen Downing von der Harvard Business School von 2019: "Impact-weighted accounts are line items on a financial statement, such as an income statement or a balance sheet, which are added to supplement the statement of financial health and performance by reflecting a company's positive and negative impacts on employees, customers, the environment and the broader society" (S. 5). … "However, as in the case of many ESG managers, most companies are measuring inputs and activities rather than impacts" (S. 6).

Gute Ergänzung von ESG Ratings (2): Corporate Environmental Impact: Measurement, Data and Information von David Freiberg, DG Park George Serafeim und Robert Zochowski vom 22. Juli 2020: "We find the median environmental impact as a percentage of an organization's sales (operating income) is close to 2% (20%) and above 10% (100%) in 11 out of 67 industries, suggesting a significant level of 'hidden liabilities' and potential for value erosion if environmental impacts are priced. …. We find that close to 60% (53%) of the variation in environmental impact scaled by sales (operating income) is driven by industry membership, while approximately 30% (36%) can be attributed to firm specific factors, with the remaining variation driven by country and more granular industry classifications. …. we

find that our estimates of environmental intensity contain information different from that in environmental ratings especially when comparing firms within industries. …. when environmental ratings are included in the model, the monetized environmental estimates have a more meaningful economic and statistical association than any of the ratings, suggesting greater explanatory value and greater statistical significance. In fairness to the ratings providers, they are not necessarily measuring impact. Rather, they intend to integrate multiple signals of how well a company is managing environment-related risks and opportunities. … Results from our analysis show that firms with higher environmental intensity have lower stock returns, higher volatility, and higher systematic risk. …. Furthermore, we find that environmental ratings do not demonstrate a significant relationship with these financial characteristics besides volatility …. surprisingly, we find that environmental intensity is not reflected in some industries with visibly large environmental impacts such as those in the Utilities sector" (S. 35/36).

Portfolio-Klimaanalyse ist schwierig: Portfolio alignment to a 2°C trajectory: science or art? Von Julie Raynaudb, Peter Tankovc und Stéphane Voisin vom 3. August 2020: A portfolio climate "assessment informs investors about the climate performance of their portfolios, but is subject to a range of uncertainties and ad hoc assumptions, related, in particular, to: – The measurement of the climate performance of assets and portfolio; – The estimation of their future climate performance, when a forward-looking assessment is used; – Multiple uncertainties embedded in the benchmark macroeconomic scenarios, including the technological uncertainty, the uncertainty related to non-CO2 emissions, model uncertainty and natural climate variability; – Assumptions needed to disaggregate the macro pathways to micro benchmarks; – Assumptions regarding the calculation of temperature alignment; – When an ITR is used, calculation of the temperature metric itself. Due to this deep uncertainty and differences in underlying assumptions, alignment assessment methodologies used by different providers are not comparable among themselves" (S. 14).

Wasserrisiken und -chancen: Troubled waters Water stress risks to portfolios von Andre Bertolotti und Yuxi Suo vom Blackrock investment Institute vom Juli 2020: Roughly 60% of the global REIT properties we were able to geolocate will experience high water stress by 2030, we find, driven by increased urbanization and the effects of climate change. This is more than double the number today. Water-related issues are not yet a material cash-flow driver for REITs, in our view, and the risks can be mitigated. Yet they may become more material over time due to knock-on effects such as regulatory shifts". …. "Water stress has wide-ranging implications across asset classes. We show how the agriculture, electric power and food and beverage industries may be most at risk. The creditworthiness of some countries, states and municipalities facing water shortages could also come under threat as they face additional costs to fortify their water infrastructure. This comes on top of other growing physical climate risks such as exposure to flooding and other extreme weather events. • Companies resilient to water stress and other climate-related risks may fetch a premium in the transition to a more sustainable world, we believe" (S. 3; vgl. https://www.esg-data.com/blue-economy).

ESG-Aufklärung ist nötig: Ethical investors left confused by industry labels amid "greenwashing" concerns, Which? Reveals von Which vom 1. August 2020: "A new Which? survey found very few people could pick the correct definition of ethical investing – as defined by fund managers – despite 37 per cent of respondents answering that they held these types of funds. Just 10 per cent of investors were able to accurately define it, meaning they

were only marginally more successful than non-investors (6%)" (vgl. https://prof-soehnholz.com/prisc-policy-for-responsible-investment-scoring-this-is-what-i-expected-from-the-eu-taxonomy-expert-group/).

ESG Defizite: ESG Investments und Performance

Mögliche Outperformance mit ESG: Going Green Means Being in the Black von Ralf Conen, Stefan Hartmann und Markus Rudolf vom 4. August 2020: "Penalties on particularly low corporate social performance do not unconditionally imply rewards for particularly good corporate social performance and vice versa. This finding holds for market neutral as well as risk factor adjusted portfolios. This is also why the significance of some long-short portfolios is watered down compared to the long only case" (S. 38). …. "The effect of ESG on portfolio performance is asymmetric and does not appear to be constant over time. We have also shown that markets reward short and long-term performance along ESG dimensions, namely consistency, differently. Lastly, the effect of ESG on portfolio performance is not globally integrated, but differs across regions in regards to its direction, magnitude and statistical significance. Orientating towards high (or in some markets low) ESG stocks thus enables money managers to potentially beat the market. While their outperformance is in some cases explained by an implicit tilt towards other risk factors, high ESG tilts, when factor neutralized, offer chances for economically and statistically significant alpha. Easy to implement screening strategies form a straightforward, yet diversified entry tool to monetize the underlying factor" (S. 42; vgl. https://prof-soehnholz.com/esg-halbjahr-relativ-gute-performance-passiver-allokations-und-strenger-esg-portfolios/).

ESG war in der Coronakrise kein wichtiges Selektionskriterium: Where do Institutional Investors Seek Shelter when Disaster Strikes? Evidence from COVID-19 von Simon Glossner, Pedro Matos, Stefano Ramelli und Alexander Wagner vom 27. Juli 2020: "institutions valued financial resiliency (high cash, low leverage) to insure against the indeterminate duration of the cash flow shortfall" (S. 22). …. ''soft'' characteristics such as those captured by ESG scores do not appear to have generated extra interest from institutional investors". …"retail investors — at least the ones we capture with the Robinhood trading proxy — increased their interest in more financially-fragile firms, hence revealing significantly more risk-tolerance than their institutional counterparts in times of crisis" (S. 23).

In Bezug auf ESG müssen Banken noch viel tun: Diese ESG-Strategien kommen in der Vermögensverwaltung zum Einsatz von Norbert Wulf vom 5. August 2020 im Private-banking.magazin.de. **Mein Kommentar:** Banken bieten ESG-Strategien meist noch nicht lange an und es gibt immer noch hohe Einstiegshürden und sehr wenig Auswahl bzw. die Strategien erfüllen keine strengen Nachhaltigkeitsanforderungen. Es geht aber auch anders, vgl. https://wertpapiertreuhand.de/news/2020-01-13-dirk-soehnholz-neuer-senior-partner.html. Solche Strategien biete ich auch anderen Vermögensverwaltern an.

ESG kann erheblich ausgebaut werden und führt zu mehr Wettbewerb: Verantwortliche Investments: Qualitative Anforderungen an die professionelle Umsetzung von ESG-Integration im Asset Management von Matthias Stapelfeldt und Helge Wulsdorf für das Forum Nachhaltige Geldanlagen vom Juli 2020: „ESG-Berichterstattung über verantwortliche Investments noch wenig ausgeprägt ist … Ein systematisches mit dem Analyseprozess verbundenes ESG-Engagement ist bislang nicht für verantwortliche Investmentfonds

etabliert“ (S. 23). … „Die regulierungsbedingte Einbeziehung von ESG-Aspekten in verantwortliche Investmentprodukte sowie die vorgeschriebene Integration in die Beratungsprozesse werden zu grundsätzlichen Änderungen in der Produktpolitik bei den Anbietern führen. Die bisherigen „normalen“ Produkte müssen sich in der Anlageberatung nachhaltigkeitsbezogenen Fragen der Kunden stellen – auch wenn sie nicht nachhaltig sind. Es wird Performance- aber auch ESG-Vergleiche zwischen ähnlich beschaffenen verantwortlichen und nachhaltigen Produkten geben, so dass eine neue Art von Wettbewerb für verantwortliche Produkte entsteht. Dies führt zu mehr Transparenz und Qualität in den Investmentprozessen“ (S. 24; vgl. https://prof-soehnholz.com/prisc-policy-for-responsible-investment-scoring-die-taxonomiealternative-von-der-dvfa/).

Blackrock, Allianz und Deutsche Bank machen viel Kohle: Fool’s Gold – The financial institutions risking our renewable energy future with coal von Europe Beyond Coal vom 15. Juli 2020: “The report takes a close look at eight European financial institutions with the most significant ties to eight significant coal utilities in Europe that are responsible for half of all EU coal based CO_2 emissions …. Most of the assessed utilities show signs of a coal exit but not in the timelines required by science or with problematic design for the transition of their energy portfolios. … This research finds that the most coal-exposed investor associated with these utilities, the Norwegian Government Pension Fund, has invested €1.5 billion in shares and bonds. Other highly important investors include Crédit Agricole, Allianz’s through third party assets, and Deutsche Bank. In total, the investment by the four largest investors equalled €5.0 billion. On the creditor side, UniCredit was the largest bank, providing €2.8 billion in loans and underwriting services, followed by BNP Paribas, Barclays and Société Générale since the IPCC 1.5 °C report was released in October 2018. In total, the crediting has amounted up to €7.9 billion” (S. 4). ….”BlackRock’s investments in the eight European coal power utilities total €7.0 billion” (S. 5).

Public Relations statt nachhaltigem Bankverhalten: “Trust Us, We’re Equator Banks” The presence or absence of grievance mechanisms and stakeholder engagement processes under the Equator Principles von BankTrack vom 11. August 2020: “The Equator Principles – banks’ own rules for financing large infrastructure projects – require banks to ensure that high-risk projects they finance have stakeholder engagement processes and project-level grievance mechanisms in place. …. We found that evidence of a stakeholder engagement processes or a project-level complaints mechanisms was missing in 24 out of 37 projects analysed (65%). In 16 cases (43%), neither a stakeholder engagement process nor a project-level complaints mechanism could be found” (S. 1). **Mein Kommentar:** Für die von der KfW mitfinanzierten Projekte sieht es aber ganz gut aus.

ESG Defizite: SDG bzw. Impactinvestments

Kritik an der Europäischen Investmentbank (EIB): The EU Climate Bank – Greenwashing or a banking revolution? Von Counter Balance vom Juni 2020: “While the new EIB energy policy adopted in November 2019 is a key step forward, with the potential to strongly contribute to a just transition in Europe, it nevertheless contains three important exceptions that could undermine the realisation of its objectives: >> one. The policy allows the EIB to continue approving projects from the 4th list of the so-called ‘Projects of Common Interest’ until the end of 2021, which contains 32 new fossil gas projects. >> two. It enables the financing of new highly-polluting fossil gas infrastructure, on the basis of a vague promise that it will one day transport ‘cleaner’ gas. >> three. The current threshold (Emissions

Performance Standard) set for power generation remains extremely high and risks allowing gas power plants to receive EIB loans" (S. 7). …. 1 / THE FALSE PROMISE OF GREEN GAS …. The potential for truly sustainable renewable gas production in the EU is however only a fraction of what industry claims and will never be enough to substitute current fossil gas use. 2 / THE MYTH OF GREEN AVIATION Similarly, the myth of "green aviation" risks enabling further public investments in the aviation industry on the basis that it will be possible to make flying sustainable in the future. … 3 / THE RISKS OF BANKING ON NATURE The trend towards green finance, carbon and biodiversity offsetting and nature-based solutions also bears significant risks. Offsetting mechanisms present several unsolvable issues which makes them particularly unfit for truly protecting nature. They also tend to perpetuate injustices, with cases of land grabbing, community displacements and human rights abuses. 4 / CLIMATE OVER HUMAN RIGHTS? So-called "green" projects undertaken under development objectives can also have highly detrimental social impacts. … 5 / INFRASTRUCTURE MEGA-CORRIDORS: A DEVELOPMENT MODEL AT ODDS WITH THE PARIS AGREEMENT. The EIB support to infrastructure mega-corridors stands at odds with its climate commitments (S. 8). **Mein Kommentar:** Immer noch besser als staatliche Investments. Ich nutze Anleihen multinationaler Entwicklungsbanken statt Staatsanleihen, vgl. https://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/).

SDG Reporting muss erheblich ausgebaut werden: Carrots and sticks – Sustainability Reporting Policy: Global trends in disclosure as the ESG agenda goes mainstream von der Global Reporting Initiative und der Universität Stellenbosch vom 31. Juli 2020: "Our analysis for this edition includes over 600 reporting provisions … The Sustainable Development Goals (SDGs) have gained prominence, yet explicit reference to SDGs in disclosure requirements remains limited" (S. 4).

Eine etwas andere doppelte Impactrendite: Conditional cash transfers to alleviate poverty also reduced deforestation in Indonesia von Paul Ferraro und Rhita Simorangkir in Science Advances vom 12. Juni 2020: "Solutions to poverty and ecosystem degradation are often framed as conicting. We ask whether Indonesia's national anti-poverty program, which transfers cash to hundreds of thousands of poor households, reduced deforestation as a side benefit. Although the program has no direct link to conservation, we estimate that it reduced tree cover loss in villages by 30% (95% confidence interval, 10 to 50%). About half of the avoided losses were in primary forests, and reductions were larger when participation density was higher. The economic value the avoided carbon emissions alone compares favorably to program implementation costs. The program's environmental impact appears to be mediated through channels widely available in developing nations: consumption smoothing, whereby cash substitutes for deforestation as a form of insurance, and consumption substitution, whereby market-purchased goods substitute for deforestation-sourced goods. The results imply that antipoverty programs targeted at the very poor can help achieve global environmental goals under certain conditions" (abstract).

Wenig ESG Defizite: Wealthtech

US Robo SRI Outperformance aber nur wenig mehr SRI: The Robo Report™ Second Quarter 2020 von Backend Benchmarking vom 10. August 2020: "While Vanguard and Schwab continue to be leaders in terms of AUM, Betterment and Wealthfront have added customers and assets at a strong pace. We now estimate that robo advisors collectively

manage $631 billion in assets. In 2019, we estimate the top five robo advice providers grew their AUM by 38%, on average. The industry, marked by closures and acquisitions, saw one of its three major independent providers, Personal Capital, acquired by retirement plan administrator Empower" (S. 3). "Most incumbent firms have already acquired, or developed in-house, automated offerings making competition difficult for new independents" (S. 29). …"Some firms are implementing a three-tiered approach with digital-only robo advice for the smallest and most cost-conscious individuals, hybrid-advice for those that prefer the ability to work with a live advisor or have more complex financial planning needs, and a traditional advice offering" (S. 30). Und in Bezug auf neue Entwicklungen: "Self-Driving Money is a step towards the integration of day-to-day spending and savings with long-term investing and goal planning" (S. 30). "When looking at the next wave of investing and trading technologies, direct indexing is a feature in which we expect to see continued innovation and product developments" (S. 32). "Portfolio Sustainability Scores in SRI-themed accounts were not significantly higher than their non-SRI counterparts" … (S. 22). …"The good news is that in the year-to-date, 1-year, and 2-year periods covered by our analysis, the majority of the equity portions of the SRI portfolios outperformed their non-SRI counterparts" (S. 24; vgl. für Deutschland https://prof-soehnholz.com/robo-esg-verantwortungsvolle-online-investments-im-vergleich/).

In den USA kann mit Modellportfolios Geld verdienen: The Model Portfolio Landscape in 5 Charts von Jason Kephart von Morningstar vom 6. August 2020: "Third-party model portfolios are on the rise–more than 400 have been launched since 2018". … "models are offered as a blueprint for asset allocation and fund selection. This gives advisors discretion over underlying fund selection, rebalancing frequency, and potential tactical asset-allocation tilts …". Blackrock hat mit 51 die meisten Modellportfolios (Durchschnittskosten 0,33% p.a.), Vanguard 44 (0,06%), Goldman Sachs 38 (0,3%) und Fidelity 31 (0,34%). Andere Anbieter sind u.a. SEI (0,69%), Charles Schwab (0,06%), Russell (0,71%), Invesco (0,26%), Natixis (0,68%), AQR (0,79%), State Street (0,13%) und Franklin Templeton (0,45%). Modellportfolios kosten im Schnitt knapp 0,4% pro Jahr (vgl. https://prof-soehnholz.com/anlageberater-robo-advisors-oder-modellportfolios-wer-wird-gewinnen/).

ESG Auswüchse und weiteres aktuelles Investmentresearch (9-2020)

ESG Auswüchse enthält mehr als 30 Researchbeiträge zu verantwortungsvollen Unternehmen, Investments und dem Umfeld dafür. Manche Entwicklungen sind bedenklich, andere erfreulich.

Umfeld und ESG Auswüchse

Klimawandel schwächt in den meisten Ländern das Wachstum: The impact of climate conditions on economic production. Evidence from a global panel of regions von Matthias Kalkuhl und Leonie Wenz vom 4. August 2020: "By using a comprehensive data set of economic activity at the subnational level with almost global coverage, we empirically analyze the climate–growth nexus at various time scales. Consistent with existing evidence on labor productivity and agricultural yields, we find strong evidence that changes in annual mean temperatures affect economic output in a non-linear way. Increases in temperature tend

to increase gross regional product (GRP) in cold regions (where annual mean temperature is below 5 ◦C) and reduce GRP in hot regions" (S. 18).

Internationale Klimaabkommen können (doch) gut sein: Have international pollution protocols made a difference? Von Elisabeth Thuestad Isaksen vom 15. Juli 2020: "Results from the empirical estimation suggest that the international protocols induced sizable emissions reductions of all three pollutants. For ratifying countries, SO2 emissions were on average 22% lower than the synthetic control group ten years after the intervention, while the corresponding numbers for NOx and VOC emissions were 18% and 21%, respectively. Additionally, I find that the protocol targets went beyond a "business as usual" scenario (i.e., the synthetic control), and that countries on average either met or exceeded the protocol targets. These results suggest that international protocols can be an effective tool to induce countries to lower their emissions, contrasting the often gloomy predictions from the game theoretical literature" (S. 23).

Plastikabfall ist auch im besten Fall ein großes Problem: Evaluating scenarios toward zero plastic pollution von Winnie Lau, Yonathan Shiran , Richard Bailey, Ed Cook , Martin Stuchtey und Julia Kosk vom 23. Juli 2020: "78% of the plastic pollution problem can be solved by 2040 using current knowledge and technologies and at a lower net cost for waste management systems compared to BAU. However, with long degradation times, even a 78% reduction from BAU pollution rates results in a massive accumulation of plastic waste in the environment. Moreover, even if this system change is achieved, plastic production and unsound waste management activities will continue to emit large quantities of GHGs" (BAU=business as usual, GHG=greenhouse gas, S. 12).

Nachhaltig vermarktete Konsumgüter (CPG) werden sehr wichtig und noch teurer: Sustainable Market Share Index™ Research on 2015-2020 IRI Purchasing Data Reveals Sustainability Drives Growth, Survives the Pandemic von Randi Kronthal-Sacco und Tensie Whelan vom 16. Juli 2020: "Sustainability-marketed products delivered 54.7% of CPG market growth (2015-2019) despite representing only 16.1% share of the category ($) in 2019 …. Sustainability-marketed products grew 7.1x faster than products not marketed as sustainable …. Sustainability-marketed branded products enjoy a significant price premium of 39.5% vs. their conventionally-marketed branded counterparts, with a widening premium of +5.3 pts vs. 2014" (S. 2).

EU Regulierungsmythen: Myths about the EU #1: The EU Defines Sustainable Investments von Roland Kölsch vom August 21, 2020 und #2: The Planned EU Ecolabel Will Identify Sustainable Investments vom 28. August von Roland Kölsch. **Mein Kommentar:** Gefällt mir gut, ich warte gespannt auf die Fortsetzungen (vgl. https://prof-soehnholz.com/esg-video-16-falsche-esg-thesen-und-konsequent-verantwortungsvolle-investmentloesungen/ und https://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/).

Traditionelle Investments

Asset Allokationen von Großanlegern sind nicht optimal: Social trust and institutional investment biases von Wolfgang Drobetz, Marwin Mönkemeyer, Ignacio Requejo und Henning Schröder vom 14. Juli 2020: " we investigate the role of social trust in institutional investment choice and investment bias in international institutional investor portfolios. …Investors from low-trust countries exhibit stronger home bias as apposed to their

counterparts headquartered in high-trust countries. …our investigation provides novel evidence for global investors underweighting foreign markets that are characterized by low-trust societies" (s. 23/24).

Institutionelle Anleger erwärmen sich spät aber schnell für Klima: Klimawandel wandelt auch die Portfolios von Tobias Bürger vom 27. August 2020: „Mit großer Sorge betrachten institutionelle Anleger den Klimawandel und die damit verbundenen Investitionsrisiken. Eine aktuelle Studie der Beratungsgesellschaft Mercer zur strategischen Vermögensallokation von Großanlegern in Europa zeigt, dass bereits mehr als die Hälfte (54 Prozent) der für die Untersuchung befragten Investoren aktiv die Auswirkungen solcher Risiken bei der Allokation ihrer Kapitalanlagen berücksichtigen – im Vergleich zu nur 14 Prozent im Jahr 2019".

Noch geringere Illiquiditätsprämien als gedacht? Unsmoothing Returns of Illiquid Funds von Spencer Couts, Andrei Goncalves und Andrea Rossi vom Februar 2020: "..we find that traditional return unsmoothing methods used to recover economic return estimates from observed returns of illiquid assets … understate systematic risk exposures and overstate riskadjusted performance. …. They also raise the possibility that some previously estimated alphas of funds that invest in illiquid assets are partially due to mismeasured systematic risk" (S. 30).

Aktive Fonds ohne Vorteile: Busting the Myth That Active Funds Do Better in Bear Markets von Ben Johnson von Morningstar vom 27. August 2020: "… 51% of active funds both survived and outperformed their average index peer during the first half of the year. …. In general, actively managed funds have failed to survive and beat their benchmarks, especially over longer time horizons. Only 24% of all active funds topped the average of their passive rivals over the 10-year period ended June 2020" (vgl. https://prof-soehnholz.com/esg-halbjahr-relativ-gute-performance-passiver-allokations-und-strenger-esg-portfolios/).

Gutes Faktorinvesting ist sehr schwierig: Interacting Anomalies von Karsten Müller and Simon Schmickler vom 5. August 2020: "Interactions of stock market anomalies have been extensively studied, but the large number of candidate anomalies creates a potentially severe data mining problem. … We present the full results for hundreds of thousands of strategies based on more than 10,000 anomaly (S. 19) combinations on www.interactinganomalies.com. …. At least in their current form, machine learning methods may be less uniquely useful for creating profitable equity portfolios than previous work suggests" (S. 20).

Verbesserungspotential für den europäischen ETF-Handel: ETFs: unlocking further potential – Developing Europe's ETF trading infrastructure to drive improvement and growth into the future von PWC vom 10. August 2020: "… several critical factors preventing the smooth execution of ETF trading in European markets have the potential to prevent the industry harnessing the opportunity of this increased demand. For ETFs to flourish even further in Europe, pragmatic solutions are needed. These solutions should address the current lack of ETF specific rules and some of the nuances of ETFs – such as transparency, venue choice, clearing and settlement. They should also look to further protect investors and also provide greater choice" (S. 2).

Viele betrügerische Fondsanbieter und naiver Morningstar? Don't Take Their Word For It: The Misclassification of Bond Mutual Funds con Huaizhi Chen, Lauren Cohen und Umit Gurun vom 10. August 2020: "… we show that investors' reliance on Morningstar has resulted in significant investment based on verifiably biased reports by fund managers that Morningstar simply passes on as truth. We provide the first systematic study that compares fund reported asset profiles provided by Morningstar against their actual portfolio holdings, and show evidence of significant misclassification across the universe of all bond funds. A large portion of bond funds are not passing on a realistic view of the fund's actual holdings to Morningstar and Morningstar creates its risk classifications, and even fund ratings, based on this selfreported data. Up to 31.4% of all funds in recent years, are reported as overly safe by Morningstar. This misreporting has been not only persistent and widespread, but also appears to be strategic. We show that misclassified funds have higher average risk – and accompanying yields on their holdings – than their category peers. We also show evidence suggesting the misreporting has real impacts on investor behavior and mutual fund success. Misclassified funds reap significant real benefits from this incorrectly ascribed outperformance in terms of being able to charge higher fees and receiving higher flows from investors" (S. 28/29).

Kleinanleger sind gieriger als Reiche: Do the Rich Gamble in the Stock Market? Low Risk Anomalies and Wealthy Households von Turan Bali, Doruk Gunaydin, Thomas Jansson und Yigitcan Karabulut vom 17. August 2020: „We propose a low risk anomaly (LRA) index with high values indicating high-risk stocks with high-beta, high-volatility, and high-lottery-payoffs. We document a significantly negative crosssectional relation between the LRA index and future returns on individual stocks trading in the U.S. and international countries. We show that the high-LRA stocks are subject to significant overpricing and primarily held by retail investors" (abstract).

Auch mit Bigtech kann man viel verlieren: Even Great Investments Experience Massive Drawdowns von Larry Swedroe vom 20. August 2020 zu Riesenverlusten mit Apple, Amazon, Valueaktien und mehr.

Braune Geldanlagen lohnen sich nicht: Is There a Green-to-Brown Premium? Von Guillermo Cano und Gaurav Trivedi von MSCI vom 25. August 2020: „From December 2013 to May 2020, "green" companies performed approximately in line with the MSCI ACWI Investable Market Index (IMI), while "brown" companies underperformed the index. Over a shorter period, from September 2018 to May 2020, green companies outperformed the MSCI ACWI IMI, and brown companies once again underperformed".

CSR – Corporate Social (Un-)Responsibility und ESG Auswüchse

Bigtech mit erheblichen ESG Risiken? The rise pf ESG investing: How Aggressive tax avoidance affects corporate governance & ESG analysis von Jacob Fonseca vom 16. Juni 2020: "However, considering the popularity of ESG investing and its strong ties to financial performance, it is possible that firms such as Google, Facebook, Microsoft, and Apple may face adverse effects for their aggressive tax avoidance practices in the form of lower investment inflow or exclusion from ESG-driven portfolios" (S. 18).

Schlechtes Verhalten mit guten Absichtserklärungen kompensieren? Do the Socially Responsible Walk the Talk? Von Aneesh Raghunandan und Shivaram Rajgopal vom 18. Juni

2020: “In this paper, we attempt to verify whether the ideals related to environmental, social and governance espoused by signatories to the 2018 letter from the Business Roundtable (BRT) are matched by their “fundamentals” based track record. We perform a similar validation exercise for stocks in the largest ESG ETF and mutual fund, respectively. …. We find that Business Roundtable signatories exhibit worse records with respect to labor and the environment than their peers. …Finally, we find no evidence that firms’ fundamental records with respect to “E” and “S” predict their inclusion in key mutual funds that purport to be ESG-oriented” (S. 37).

Greenwashing kann nach hinten losgehen: The Agency of Greenwashing von Marco Ghitti, Gianfranco Gianfrate und Lorenza Palma vom 10. Juli 2020: “Firms are under pressure to disclose more and more ESG data, while the regulation for ESG disclosure remain mostly lax and the enforcement for the existing rules remains weak. Moreover, globalization has led to further confusion, with global companies being subject to various sustainability frameworks and international standards. Therefore, environmental disclosure is still mostly voluntary. …we show that greenwashing leads to a decrease in firm value. This result can be interpreted as an indication of investors’ ability to penalize firms not able to deliver on their environmental footprint commitments (S. 23).

ESG Investing und ESG Auswüchse

Greenwashing-Risiken von ESG-Labels: ESG und ETF: zwei Kürzel, ein Dilemma von Patrick Eisele vom 21. Mai 2020: „Anlegern steht eine wachsende Zahl an nachhaltigen ETFs zur Verfügung. Dabei handelt es sich meist um Best-inClass- Ansätze mit geringem Tracking Error. Wenn deshalb jedoch in den europäischen Varianten ein Ölunternehmen zu den größten Positionen zählt, ist dies für die Klimaziele kontraproduktiv.“ … „Praktisch jeder europäische Nachhaltigkeits-ETF, der nicht explizit fossile Energien ausschließt, führt in seiner Top-10-Liste Aktien des Ölunternehmens Total auf“. … „Wir führen Total wegen Korruptionsfällen, Menschenrechtsverletzungen und zuletzt auch wegen Umwelt klagen in den USA und Frankreich auf unserer Warn-Liste“ (Frieder Olfe von der Ratingagentur Imug/Vigeo Eiris). … „Vom Ziel, keinen allzu großen Tracking Error zu fahren, können sich allerdings auch aktive Nachhaltigkeitsfonds meist nicht lösen. So hält der Allianz Stiftungsfonds Nachhaltigkeit ausweislich des Jahresberichts 2018 neben französischen Staatsanleihen Aktien der Unternehmen British American Tobacco, Diageo, Carlsberg, Antofagasta, Total, Repsol, Carnival, Tui und Coca-Cola“ (vgl. https://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/).

Viel Verbesserungspotential für nachhaltige ETFs: Fonds im Fokus: (4) Nachhaltige ETFs: Green oder Greenwashing? von Faire Fonds vom 16. und 22.7.2020: „Unseren strengen Ansatz (inkl. Kriterien) sehen wir bei passiv gemanagten, indexbasierten Fonds (ETFs) eher nicht erfüllt. …Es gilt also auch für ETFs: je mehr Ausschlusskriterien (also auch kompletter Ausschluss von Branchen mit hohen ESG-Risiken) ein Index hat, desto breiter werden sozial-ökologische Aspekte berücksichtigt. So sind zum Beispiel die Fonds iShares MSCI World SRI UCITS ETF EUR Acc (Weltweiter Fokus) und iShares MSCI Europe SRI UCITS ETF Acc (Europa-Fokus) (beide basierend auf dem MSCI SRI Select Reduced Fossil Fuels Index) zumindest in keine Gas-/ Öl-/ Kohlekonzerne sowie keine Rüstungsunternehmen investiert. Somit liegen diese Fonds näher an unserem Nachhaltigkeitsverständnis, auch wenn nicht alle Kriterien (z.B. Emissionen, Plastikverschmutzung durch Fast Moving Consumer Goods Konzerne wie PepsiCo oder Unilever) erfüllt sind“.

Heteroge ESG Ratings: Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance von Monica Billio, Michele Costola, Iva Hristova, Carmelo Latino und Loriana Pelizzon vom 31. Juli 2020: "We provide evidence that heterogeneity in rating criteria can lead agencies to have opposite opinions on the same evaluated companies and that agreement across those providers is substantially low. Those alternative definitions of ESG also affect sustainable investments leading to the identification of different investment universes and consequently to the creation of different benchmarks" (abstract).

Best-in Class versus Best-in-Universe ESG Ratings: Comparing Risk and Performance for Absolute and Relative ESG Scores An Empirical Analysis Using MSCI ESG Scores von Ankit Sayani und Bentley Kaplan von MSCI ESG Research vom August 2020: "… two ESG score types contained within the MSCI ESG letter rating — specifically the absolute (weighted average key issue score) and industry-relative scores (industry-adjusted score). The industry-relative score provides a "best in class" approach while the absolute score offers an aggregated view of a company's total potential risks but may not differentiate as well between members of the same industry. … A fundamental analysis showed that both scores correlated with higher profitability characteristics and lower levels of idiosyncratic and stock-specific risk. The industry relative score had a stronger correlation with factors linked to cash-flow, including gross profitability. The absolute score was more useful for differentiating companies' exposure to idiosyncratic risk" (S. 3). "Investors more interested in signals from idiosyncratic risks, and particularly tail risks, may be better served by the absolute ESG score (WAKIS). By contrast, investors looking to identify ESG outperformers, irrespective of how risky their industries might be, may be better served by an industry-relative score (IAS)" (S. 15).

Mehr ESG Fokus sinnvoll? How material is a material issue? Stock Returns and the Financial Relevance and Financial Intensity of Materiality von Costanza Consolandi, Robert G. Eccles und Giampaolo Gabbi vom 25. August 2020: "The results of the analysis, based on a large sample of U.S. companies included in the Russell 3000 from January 2008 to July 2019 show that not only do ESG rating change (ESG momentum) have a consistent impact on equity performance, but also that the market seems to reward more those companies operating in industries with a high level of ESG materiality concentration. The implication is that the equity premium of listed companies is better explained by the concentration of material issues (i.e., the Gini index) than by the ESG momentum" (abstract). "The market does not believe that having too many material targets is credible. Better fewer, but better" (S. 22, vgl. https://prof-soehnholz.com/absolute-und-relative-impact-investing-und-additionalitaet/).

ESG hat in ersten Halbjahr 2020 doch nicht geholfen: ESG Didn't Immunize Stocks Against the Covid-19 Market Crash von Elizabeth Demers, Jurian Hendrikse, Philip Joos und Baruch Lev vom August 2020: "… our results … provide robust evidence that firms with higher ESG scores do not experience superior returns (i.e., smaller losses) during the pandemic-induced selloff in the first quarter of 2020 once industry affiliation, and accounting- and market-based determinants of returns have been properly controlled for. Furthermore, our findings show that ESG scores are negatively associated with returns during the COVID recovery period in Q2 of 2020" (S. 23).

Voting kann wirken, muss aber ausgebaut werden: Corporate Social Responsibility, Shareholder Value, and Competition by Fernando Martins vom 14. August 2020. "A large

number of CSR shareholder proposals were sponsored during the last two decades, however, only 103 out of the 4,624 CSR shareholder proposals in the sample were approved" (S. 43). … "Altogether, these results corroborate the existence of a positive relationship between CSR and shareholder value which is partially explained through improved competitiveness" (S. 44).

Klimarisiken für Infrastrukturinvestments: Will infrastructure bend or break under climate stress? Vom McKinsey Global Institute vom Juni 2020: "Infrastructure is the backbone of the global economy, a critical enabler of prosperity and growth. It helps to connect people, enhances quality of life, and promotes health and safety. Infrastructure assets typically include buildings and facilities that enable the delivery of power, transportation, water, and telecommunications services. Today the world spends roughly $5 trillion a year on infrastructure, about the same amount as global outlay on real estate" (S. 9). …. "In this case study, we examine four critical infrastructure systems—the electric power grid; water storage, treatment, and purification; transportation; and telecommunications—to determine how vulnerable global infrastructure is to a changing climate". …" Overall, we find that climate change could increasingly disrupt critical systems, increase operating costs, exacerbate the infrastructure funding gap, and create substantial spillover effects on societies and economies. We find that there is a range of unique vulnerabilities of different types of infrastructure assets to different categories of climate hazards. Few assets will be left completely untouched. In certain countries, heat-related power outages could increase in severity and may push the grid to cascading failure; aircraft could also be grounded more frequently as both planes and airports cross heat-related thresholds" (S. 10). …"Overall, we find that many assets could expect a small to moderate increase in risk from climate hazards by 2030. These are risks that will likely result in costs over the lifetime of the asset if not addressed" (S. 12).

CFA und DVFA sollten kooperieren: CFA Institute startet Konsultation zu ESG-Standards in dasinvestment.com vom 20. August 2020: „Das Papier sieht ESG-Elemente als Komponenten oder Fähigkeiten von Anlageprodukten, die Anbieter unterschiedlich kombinieren können". **Mein Kommentar:** Diese 6 Elemente sind im DVFA Policies for Responsible Investment Scoring Concept bereits berücksichtigt (vgl. https://prof-soehnholz.com/prisc-policy-for-responsible-investment-scoring-die-taxonomiealternative-von-der-dvfa/).

Wealthtech, Robo-Advice und Advisortech

Modellportfolios für Finanzberater: Advisor Sentiment Survey – Coronavirus, Third-Party Models & In-house Portfolio Management von YCharts vom August 2020: Biggest advantage of third party model portfolios: More time. Biggest disadvantages: "Portfolio management is part of our firm's value proposition". "We don't like turning over control of client assets". "Clients expect a more personalized service" (S. 2). 39% are interested in a model marketplace to access portfolio strategies (S. 4).

Modellportfolios machen Aufwand: Against Recommendations, Advisors Are Spending More Time Playing Portfolio Manager von Michael Thrasher am 19. August 2020 auf RIAintel.com über einen (kostenpflichtigen) Cerulli Report: "The average team potentially capable of creating custom portfolios for clients has an average of nine people and those practices are often supported by a centralized investment group, according to Cerulli".

Finanzbildung

Bringt mehr Finanzwissen nichts? Financial Literacy, Risk and Time Preferences – Results from a Randomized Educational Intervention von Matthias Sutter, Michael Weyland, Anna Untertrifaller und Manuel Froitzheim vom August 2020: "In this paper, we have presented a field experiment in German high schools that was intended to examine whether teaching financial literacy has an effect on the participants' risk and time preferences" (S. 25). …."We have found that the financial literacy intervention makes subjects more patient and more frequently time-consistent. Concerning risk preferences, the intervention per se has moved the aggregate towards more risk aversion. However, larger improvements in financial literacy countervail this effect and shift risk preferences back towards risk neutrality. … We have also seen that risk and time preferences are related to health issues (like smoking), risk-taking (gambling), and consumption behavior (online shopping) in meaningful (and expected) ways" (S. 26; vgl. https://prof-soehnholz.com/finanzwissen-kann-schaden/).

Vielleicht hilft Finanzwissen doch: Trading by Professional Traders: An Experiment von Marco Cipriani, Roberta De Filippis, Antonio Guarino und Ryan Kendall vom 28. Juli 2020: "We have studied how professional traders behave in laboratory experiments (a trading game and a guessing game) which are informative of financial market behavior. We have found that, compared to undergraduate students, choices made by professional traders more closely align with equilibrium predictions. In a trading experiment with traders subjects, prices are closer to the fundamental value and bubbles do not occur. Moreover, private information is aggregated to a greater extent. In the guessing game, traders exhibit a higher ability to reason strategically. The differences between traders and students are not due to differences in cognitive abilities, risk aversion, or confidence" (S. 25).

ESG Finanzbildung kann positiv sein: Determinants of Individual Sustainable Investment Behavior – A Framed Field Experiment von Gunnar Gutsche, Heike Wetzel and Andreas Ziegler vom August 2020: "This paper investigates revealed preferences for sustainable and conventional equity funds among financial decision makers in German households. … This paper investigates revealed preferences for sustainable and conventional equity funds among financial decision makers in German households (S. 32) … we reveal a substantial, robust, positive relationship between financial literacy and sustainable investment behavior …. disclosure of information on the relevance of climate change on financial markets and financial stability, but also vice versa, i.e. on the impact of investments on climate change could be crucial measures to foster sustainable investments. … significant positive relationship between perceived expectations of the social environment and the amount invested in sustainable funds" (S. 33).

PASSIVE ESG ANGEBOTE, VOTINGKRITIK UND MEHR (9-2020)

„Passive ESG Angebote" enthält über 30 aktuelle Researchbeiträge zu den Themen Diversifikation, ETFs, ESG Ratings, SDG und Impact, Voting, Wealthtech und Advicetech und einen Romantipp:

Passive ESG Angebote: Das Umfeld

Bedingungsloses Grundeinkommen mit positiven Nebenwirkungen: Effects of a Universal Basic Income during the pandemic von Abhijit Banerjee, Michael Faye, Alan Krueger, Paul Niehaus und Tavneet Suri vom 2. September 2020: "The unprecedented COVID pandemic raises new questions about old approaches to social protection, and in particular about cash transfers. …. In this paper we have examined these issues, taking advantage of a pre-existing field experiment in rural Kenya designed to evaluate the impact of different cash transfer designs, including (S. 23) Universal Basic income (UBI). In terms of individual well-being, we find modest but positive impacts on measures of food security and physical and mental health, indicating that recipients still benefit from transfers in spite of the COVID crisis. Turning to public health externalities, transfers reduce hospital utilization (potentially increasing capacity for COVID patients), the incidence of illness, and some but not all measures of social distancing. With respect to resilience, transfer recipients saw greater losses of non-agricultural enterprise income during the shock, as previous gains they had made through the creation of new businesses were reversed, but smaller increases in hunger" (S. 24).

Erhebliche kurzfristige und Klimarisiken für das (US) Finanzsystem: Managing Climate Risk in the U.S. Financial system: Report of the Climate-Related Market Risk Subcommittee, Market Risk Advisory Committee of the U.S. Commodity Futures Trading Commission vom 9. September 2020: "Climate change poses a major risk to the stability of the U.S. financial system and to its ability to sustain the American economy. … Risks include disorderly price adjustments in various asset classes, with possible spillovers into different parts of the financial system, as well as potential disruption of the proper functioning of financial markets. … Climate risks may also exacerbate financial system vulnerabilities that have little to do with climate change, such as historically high levels of corporate leverage. This is particularly concerning in the short- and medium-term, as the COVID 19 pandemic is likely to leave behind stressed balance sheets, strained government budgets, and depleted household wealth, which, taken together, undermine the resilience of the financial system to future shocks" (S. i).

CO_2 ist nicht alles: Oatley-Petition für Kennzeichnung von CO_2 Ausstoß -Das ist nicht einfach nur ein Haferthema von Astrid Ehrenhauser vom 15. September: „Bio verbraucht oft mehr CO_2 als die konventionelle Landwirtschaft" mit Verweis auf ökologische Fußabdrücke von Lebensmitteln und Gerichten in Deutschland von Guido Reinhardt, Sven Gärtner und Tobias Wagner von 2020.

Klimatechnologieoffenheit ist sehr wichtig: Energy Technology Perspectives 2020 von der International Energy Agency vom September 2020: "Calls to reduce global greenhouse gas emissions are growing louder every year, but emissions remain at unsustainably high levels". …. "This report analyses over 800 technology options to examine what would need to happen for the world to reach net-zero emissions by 2050" (S. 23). "Spreading the use of electricity into more parts of the economy is the single largest contributor to reaching net-zero emissions" (S. 24).

Hohe Risiken durch sinkende Biodiversität: Global Biodiversity Outlook 5 vom Secretariat of the Convention on Biological Diversity vom 18. August 2020: "Biodiversity is declining at an unprecedented rate, and the pressures driving this decline are intensifying. None of the Aichi Biodiversity Targets will be fully met, in turn threatening the achievement of the

Sustainable Development Goals and undermining efforts to address climate change. ….bold, interdependent actions are needed across a number of fronts, each of which is necessary and none of which is sufficient on its own. This mix of actions includes greatly stepping up efforts to conserve and restore biodiversity, addressing climate change in ways that limit global temperature rise without imposing unintended additional pressures on biodiversity, and transforming the way in which we produce, consume and trade goods and services, most particularly food, that rely on and have an impact on biodiversity" (S. 7).

Hohe Pandemie Gewinne u.a von Bigtechs: Power, Profits and the Pandemic From corporate extraction for the few to an economy that works for all von Uwe Gneiting, Nicholas Lusiani und Irit Tamir von Oxfam vom 10. September 2020: "The pandemic has further exposed the vast gap between the few and the many. While workers, their families, and businesses – particularly small and medium enterprises – are struggling to survive, some large corporations have either managed to shield themselves from the economic fallout of the pandemic, or even cashed in on the disaster" (S. 4). Interessant u.a. "The Pantheon of Profit-Makers: Pre-pandemic vs. pandemic profits of most profitable corporations globally" (S. 21).

Passive ESG Angebote: Investments generell

Hilft Diversifikation auch künftig? Putting 2020 into Perspective: Diversification May Work Better than You Think von Rodney Sullivan vom 28. August 2020: "The evidence here suggests the oft repeated "all correlations go to one in a crisis" is an exaggeration. Instead, diversification remains as relevant to investors today as ever before. Furthermore, achieving a globally diversified portfolio is also never before easier." **Mein Kommentar:** Rückblickend ist das richtig. Aber ohne real positive Anleiherenditen sind hohe Allokationen zu Anleihen statt „Cash" rational nicht begründbar.

Small Caps sollten nicht vernachlässigt werden: Settling the Size Matter von David Blitz und Matthias Hanauer von Robeco vom 9. September 2020: "The size premium has failed to materialize in the forty years after its, but …. it is well known that factor premiums tend to be bigger among small-cap stocks than among large-cap stocks. We show that standard factor portfolios, which feature a disproportionately high weight for small-cap stocks, have large and highly significant alphas compared to factor portfolios without this feature. This means that size can add a lot of value by serving as a catalyst that helps to unlock the full potential of other factors, such as value and momentum. This interaction between size and other factors may already be a sufficient reason for long-only investors to systematically overweight small-cap stocks, regardless of whether the size characteristic itself is rewarded with a premium" (S. 9).

Schweizer Banken sind eher aktionärs- als kundenfreundlich: Warum füllen Banken Kundendepots mit eigenen Produkten? vom 11. September 2020 auf finews.ch: „Eine neue Studie des auf Finanzberatungen spezialisierte VZ Vermögenszentrums zum Anlegerverhalten zeigt auf, was die Banken unternehmen, um diese wegfallenden Erträge auszugleichen: Sie erhöhen den Anteil bankeigener Produkte in den Depots und die Gebühren. …Laut VZ sind die bankeigenen Fonds häufig nur Mittelklasse und liegen manchmal um Längen hinter den besten Produkten derselben Kategorie zurück."

ETF-Anbieter sind auch eher aktionärs- als kundenfreundlich: The Smart Beta Mirage von Shiyang Huang, Yang Song und Hong Xiang vom 8. September 2020: "In the past decades, smart beta ETFs have experienced rapid growth, outpacing other segments of the booming ETF market. ETF sponsors advocate that smart beta indexes deliver excess returns through exposures to investment factors and often use academic research to endorse their smart beta products. … In this study, we compile a comprehensive sample of US-domiciled equity smart beta ETFs and systematically examine the performance of smart beta indexes before and after ETF listings. Our study shows that smart beta indexes can only outperform the aggregate market in backtests before ETF listings. Smart beta indexes quickly trail the broad cap (S. 26) weighted market index after the corresponding ETFs are listed. … we find strong supports for data overexploitation in index construction so that the stellar performance only exists in backtests and has no indicative power for "real" performance. Our results caution against the risk of data mining in the proliferation of ETF offerings because investors respond strongly to the stellar performance in backtests" (S. 27).

Kleinanleger sind schlechte Trader, aber institutionelle Anleger sind auch nicht viel besser: Taking Sides on Return Predictability von David McLean, Jeffrey Pontiff und Christopher Reilly vom 20. Juli 2020: "We study how 9 different market participants trade with respect to 130 different stock return anomalies and how each participant's trades predict returns" (abstract). „In the broadest study of market participation to date, we study how the trades of retail investors, institutional investors, short sellers, and firms—relate to stock return anomalies and future stock returns. We find that firms and short sellers appear to be the smart money. … Retail investors do the worst." (S. 26). "Institutions can be described as neutral, at best. … None of the six institutional types' trades robustly predict returns" (S. 27).

Großinvestoren sind auch schlecht: The Granular Nature of Large Institutional Investors von Itzhak Ben-David, Francesco Franzoni, Rabih Moussawi und John Sedunov vom 8. Juli 2020: "We find that ownership by large institutions is associated with higher stock price volatility, autocorrelation in returns (a measure of price inefficiency), and a greater magnitude of price drops at times of market stress (a measure of price fragility). … the subentities within the same firm display correlated behavior. Hence, when these asset managers are hit by idiosyncratic shocks, diversification is not as strong as if the shocks hit managers in independent families. As a result, the trades of large institutions are more impactful for prices than the diversified trades of a collection of small institutions" (S. 28).

Passive ESG Angebote: Taxonomie, ESG Ratings und Voting

Hilfreich für grüne Portfolioprojekte: Testing the Taxonomy – Insights from the PRI Taxonomy Practitioners Group von den Principles for Responsible Investments vom 9. September 2020: The PRI received almost 40 case studies from asset owners and investment managers covering a range of asset classes. Participants, including EU-based and non-EU firms, made recommendations on how to approach Taxonomy implementation and on how policymakers may develop and improve the Taxonomy (S. 2).

TCFD wird wichtiger: How will ESG performance shape your future? Why investors are making ESG an imperative for COVID-19 and beyond Climate Change and Sustainability Services (CCaSS) Fifth global institutional investor survey von Ernst & Young vom Juli

2020: “Investors are also building their understanding of the ESG reporting universe, factoring in disclosures made as part of the Task Force on Climate related Financial Disclosures (TCFD) framework. In fact, this research found strong evidence that investors see the TCFD framework as a very valuable approach for wider nonfinancial disclosures, beyond climate-related information” (S. 4).

Eine Standard E, S und G Gewichtung ist gar nicht so schlecht: Combining E, S, and G Scores: An Exploration of Alternative Weighting Schemes von Linda-Eling Lee, Guido Giese und Zoltán Nagy von MSCI vom September 2020: “Within our analysis of economic transmission channels, the top quintiles showed higher profitability and lower levels of idiosyncratic and stock-specific risk than the bottom quintiles for the majority of ESG pillar scores. Governance indicators showed the strongest significance at a pillar-score level. We tested how alternative approaches to combining these pillar scores might have related to companies’ financial characteristics and their long-term stock performance. We looked at both equal-weighting and backward optimization approaches. …. However, the optimized scores failed to produce better long-term stock-price performance in our study period. This finding illustrates one of the challenges of ESG-rating methodologies: The key risks that can drive financial results are not static but may change over time” (S. 8). **Seltsam:** Gemäß der „Optimierung“ spielt das ökologische Rating für Energie/Versorger fast keine Rolle mehr (s. Exhibit 4).

Gute Governance ist auch für Anleihen gut: The Impact of Stronger Shareholder Control on Bondholders von Sadra Amiri-Moghadam, Siamak Javadi und Mahdi Rastad vom 2. Februar 2020: “We show that passage of a governance related proposal reduces default risk. On average, the adjusted CDS spreads decline by 12 to 25 bps in a two-day window around the voting date” (S. 43; CDS = Credit Default Swaps). “… increasing shareholder control benefits all stakeholders and thereby reduces the riskiness of debt and hence has a net positive effect on bondholders” (S. 45).

ESG Aktionärsvorschläge bringen bisher aber nur wenig: United States government Accountability Office: PUBLIC COMPANIES Disclosure of Environmental, Social, and Governance Factors and Options to Enhance Them vom 2. Juli 2020: “Our analysis of a generalizable sample of companies listed on the S&P 1500 found that in 2019, an estimated 10 percent of companies received one or more shareholder proposals and an estimated 5 percent of companies received one or more shareholder proposals related to increasing ESG disclosures. For the ESG-related proposals in our sample, on average about 28 percent of shareholders voted in favor of these proposals and no proposals received more than 50 percent of the vote” (S. 14). …”Similarly, studies and reports we reviewed indicated that shareholder proposals are concentrated among a relatively small number of shareholders and that the number of proposals has been declining in the last 5 years” (S. 16).

Bekannte und weniger bekannte Voting-Kritik: Buyer beware – Variation and Opacity in ESG and ESG Index Funds von Dana Brakman Reiser und Anne Tucker vom 4. September 2020: “Funds offered by large, generalist fund complexes were the only ones to consistently clash with ESG expectations. Vanguard’s FTSE Social Index fund posted perhaps the most surprising voting history, opposing every shareholder proposal recommending climate change reporting and against dozens of proposals on gender pay equity, employee diversity reports and policies, and political spending disclosure” (1958/59 und vgl. Tab. 4 auf S. 1962ff). ….

ESG investment strategies are difficult to parse and nearly impossible to compare" (S. 2004). **Mein Kommentar:** Letzteres stimmt nicht, vgl. https://prof-soehnholz.com/prisc-policy-for-responsible-investment-scoring-die-taxonomiealternative-von-der-dvfa/.

SDG Reporting ist (noch) sehr lückenhaft: Assessing Company Alignment with UN SDGs von Olga Emelianova von MSCI Research vom 14. September 2020: "For example, earlier this year, we found that 283 (9%) of the companies in the MSCI ACWI Index had committed publicly to support an SDG but had been implicated in one or more recent serious controversies. Conversely, we found 860 companies (28%) offered products or services that align with at least one of the goals but did not publicly commit to any. …. SDG-related reporting is generally anecdotal ….". **Alternative:** https://prof-soehnholz.com/absolute-und-relative-impact-investing-und-additionalitaet/

Dieses Mal stimme ich dem QNG-Chef nicht zu: Myths About the EU #3: The ESG-Score of a Fund Shows How Sustainable an Investment Is von Roland Kölsch (RK) vom 7. September 2020: **Mein Kommentar:** Nachdem ich den ersten beiden Mythos-Beiträgen weitestehend zustimmen konnte, ist das dieses Mal nicht der Fall. **RK:** "Each industry has its own sustainability risks and opportunities. And 70 points at Sanofi say nothing compared to 70 points at Adidas, although both are considered "best-in-class" in their sectors." **Meine Kritik Nr. 1:** Best-in-Class in einer schlechten Branche ist wirklich nicht gut. Gute ESG Ratinganbieter gewichten aber E, S und G und deren Unterkriterien je nach Branche und t.w. sogar Land anders. Dadurch werden Ratings durchaus über Branchen und Länder hinweg vergleichbar. **RK:** "A best-progress approach, for example, focuses precisely on the rather poorly rated stocks, which, however, exhibit high momentum. An investor often achieves a higher impact with investments in "laggards" combined with specific engagement activities, for example, because it is precisely with such securities that even a small change already has a high impact". **Meine Kritik Nr. 2:** Die ESG-Progress bzw. ESG-Momentum-Strategie ist bei der Projektfinanzierung ggf. interessant. Für liquide Investments ist sie aber nicht unbedingt nachhaltig, denn dabei werden systematisch ESG-schlechte Aktien gekauft, die wieder verkauft werden, wenn sie ESG-gut geworden sind, um von den Erlösen wieder ESG-schlechte Aktien zu kaufen. Unternehmen, die früh auf ESG Verbesserungen gesetzt haben, werden so tendenziell betraft. **Hinweis:** Roland Kölsch ist Geschäftsführer der Qualitätssicherungsgesellschaft Nachhaltiger Geldanlagen (QNG), die für das FNG-Label verantwortlich ist.

Passive ESG Angebote: ESG und SDG Investments

ESG wird wohl auch in den USA weiter stark wachsen: Advancing environmental, social, and governance investing A holistic approach for investment management firms von Sean Collins und Kristen Sullivan von Deloitte von 2020: "ESG-mandated assets in the United States could grow almost three times as fast as non-ESG mandated assets to comprise half of all professionally managed investments by 2025. An estimated 200 new funds in the United States with an ESG investment mandate are expected to launch over the next three years, more than doubling the activity from the previous three years. The use of artificial intelligence (AI) and alternative data is giving investment managers greater capabilities to uncover material ESG data and possibly achieve alpha. Investment management firms that act today to transition from siloed ESG product offerings toward enterprise-level implementation will likely capture a greater percentage of future ESG asset flows" (S. 2).

Kritik an ESG Staatsanleiheindizes: The unintended consequences of sovereign ESG benchmarks von Jeroen Verleun vom 17. September 2020: "Certain government bond indices use corporate reputational risk data …. Often, anti-corruption campaigns where legitimate court processes are followed create news articles and actually lower the ESG score. …. In the case of news scraping algorithms, large countries often have a range of irrelevant news articles in the data set, thereby increasing the average ESG score. … countries or corporates which supress news flow will generally have overstated ESG scores. …. ESG data is often backward looking and sometimes provided with a lag of up to two years …".

ESG Europa-Mischfonds sind billiger und besser als traditionelle: Nachhaltige Mischfonds vor konventionellen Produkten von Absolut Research vom 2. September 2020: „Nachhaltig investierende Mischfonds mit Fokus auf Anleihen und die Region Europa erreichten in den vergangenen drei Jahren eine Überrendite gegenüber konventionell investierenden Produkten. Während die ESG-Fonds im Schnitt eine Rendite von 0,6 % p.a. erzielen konnten, war die Performance der konventionellen Fonds mit -0,1 % p.a. sogar negativ. Auch hinsichtlich Volatilität und Maximalverlusten entwickelten sich diese schwächer. Da die laufenden Kosten der ESG-Fonds durchschnittlich 20 Basispunkte geringer ausfallen, lässt sich ein Teil der Renditedifferenz durch Gebührenunterschiede erklären".

Es gibt schon viele und günstige nachhaltige ETFs: Passive Sustainable Funds: The Global Landscape 2020. Choice expands as products and assets double in three years von Alex Bryan, Jackie Choy, Kenneth Lamont und Zunjar Sanzgiri von Morningstar vom 4. September 2020: "As of June 30, 2020, there were 534 sustainable index mutual funds and exchange-traded funds globally, with collective assets under management of $250 billion. Both the number of products and the money invested in them have more than doubled over the past three years. Europe remains the largest market for sustainable passive funds, accounting for more than three fourths of global assets. … While passive sustainable funds tend to charge higher fees than their plain-vanilla peers, in some markets, investors can now choose from an expanding range of sustainable fund options with little or no fee premium versus their conventional counterparts" (S. 1). **Mein Kommentar:** Interessant ist auch, was es noch nicht/kaum gibt, z.B. viele länder- und branchenspezifische oder thematische ESG ETFs.

Starkes Wachstum von ESG ETFs: Passive Sustainable Funds Maintain Their Momentum von Kenneth Lamont von Morningstar vom 2. September 2020: Over the last ten years "passive sustainable funds … attracted an estimated $36.1 billion in net inflows, $29.7 billion of which came from January 2019 through June 2020. Despite their considerable growth, passive sustainable funds only represent about 0.6% of the total assets invested in U.S.-domiciled index funds". … "Since the beginning of 2016, 69 products in this area have been brought to market, which is more than the total number of such funds launched before 2016".

Grüne Anleihen haben (noch) keine Emissionen reduziert: Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level von Torsten Ehlers, Benoît Mojon und Frank Packer von der Bank für interntional Zahlungsausgleich vom 14. September 2020: "So far, however, green bond projects have not necessarily translated into comparatively low or falling carbon emissions at the firm level. We discuss the potential benefits of a firm-level rating based on carbon intensity (emissions relative to revenue) to

complement existing project-based green labels. We argue that such a rating system could provide a useful signal to investors and encourage firms to reduce their carbon footprint" (S. 1).

Es gibt erst sehr wenige liquide SDG Produkte: Investing to Achieve the UN Sustainable Development Goals – A Report for the US Investor Community von Christopher Phalen vom 9. September 2020: Bisher gibt es auch in den USA offenbar nur sehr wenige SDG Fonds bzw. ETFs (vgl. S. 8/9), vgl. https://prof-soehnholz.com/impactesg-innovatives-mischfondsprojekt-der-von-der-heydt-bank/

Wealthtech und Advicetech

Blockchain mit Klimarisiken aber auch Klimachancen: Leveraging Blockchain Technology for Innovative Climate Finance under the Green Climate Fund von Karsten Schulz und Marian Feist vom April 2020: "Our findings show that distributed ledger-based systems could benefit the work of the fund in key areas such as multi-stakeholder coordination and impact assessment. However, our analysis also points to the concrete limitations of technology driven solutions. Digital technologies are not a standalone solution to persistent resource allocation and governance challenges in international climate finance, especially because the design and deployment of these digital systems is inherently political" (abstract).

Viele Chancen aber auch Risiken von Künstlicher Intelligenz im Asset Management: Artificial Intelligence in Asset Management von Söhnke Bartram, Jürgen Branke und Mershad Motahari vom CFA Institute vom 28. August 2020: „AI has vast applications for portfolio management, trading, and portfolio risk management that enable the industry to be more efficient and compliant. It also serves at the heart of new practices and activities, such as algorithmic trading and robo-advising. Nevertheless, AI is still far from replacing humans completely. Indeed, most of its operations within asset management are confined and controlled by some form of human supervision. Consequently, a better way to describe AI is as a collection of techniques that automate or facilitate (often small) parts of the practice of asset management" …. AI's greatest strength—its ability to process data with minimal theoretical knowledge or supervision—can also be its greatest weakness. Indeed, a popular saying asserts that AI will always generate a result, even when one should not exist. This tendency causes problems when data quality is poor, when the task being performed is too complex for humans to monitor or understand, and when cascading systemic failures could occur as a result of several AI algorithms reacting to each other" (S. 29). **Mein Kommentar:** Die meisten aufgeführten Anwendungsfälle und Techniken überzeugen mich nicht, einfacher bzw. datenärmer ist m.E. oft besser. Natural Language Processing für nicht-finanzielle (ESG) Daten sowie Marketinganwendungen finde ich aber sehr interessant.

Blackrock will Modellportfolioangebot ausbauen: Chiding [but not naming] Vanguard Group, Larry Fink answers whether BlackRock will compete directly with RIAs: ‚We are not a threat' von Brooke Southall und Oisin Breen vom 18. September 2020: "Fink also signaled that BlackRock may move up the value chain on behalf of third-party advisors, reducing dependence on clearinghouses like Schwab and Fidelity by selling the newest twist in asset management — model portfolios. In this role, BlackRock doesn't just sell the raw

groceries in the form of ETFs or mutual funds, it sells TV dinners that advisors can warm up and add or subtract from — all delivered as data rather than products". Vgl. https://prof-soehnholz.com/anlageberater-robo-advisors-oder-modellportfolios-wer-wird-gewinnen/

Robos für Reiche? Who actually uses robo advisors? New data reveals surprising answers von Ryan Neal vom 11. September 2020: "use of robo-advisors is highest among consumers with at least $500,000 in investable assets, according to a survey of more than 5,400 households by data and analytics firm Hearts & Wallets. Nearly half of consumers using an automated portfolio consider themselves either "experienced" or "very experienced" at investing, and 57% of these investors also use financial professionals".

Robos für Alte? Luxembourg's older investors turn to robo advisers – Covid puts pressure on financial services industry to accelerate its digital push vom 17. September 2020

In eigener Sache und Fiktion

ESG besser passiv: ESG – aktuelle Entwicklungen und Trends Interview von Marcel Reyers mit Dirk Söhnholz in Financial Planning 3/2020 S. 30/31 (kostenpflichtig bzw. noch nicht online): „… Anbieter aller Geldanlageprodukte (nutzen) viele Kriterien, um ihr Anlageuniversum zu begrenzen, zum Beispiel Region, Branche, Kapitalisierung, Momentum und Bewertung. Solche Kriterien schränken das Anlageuniversum meist viel stärker ein als ESG-Kriterien"…. „Bei passiven ESG-Angeboten haben ESG-Kriterien aber meist einen höheren Einfluss auf die Wertpapierselektion als bei vergleichbaren aktiven Fonds. Passive Angebote sind deshalb typischerweise nachhaltiger als vergleichbare aktive Angebote". … „Selbst die größten Geldanleger konnten bisher nur bei relativ wenigen Unternehmen nennenswerte ESG-Veränderungen erreichen". …. „Wenn man nur ein beschränktes Volumen von Geldanlagen hat, warum sollte man sein Geld dann schlechten Wertpapieremittenten geben, wenn es doch genug bessere gibt?"

Dieser Roman regt zum Nachdenken an: „Overdrawn" ist ein im September 2019 erschienener Roman von NJ Crosskey. Das m.E. sehr gute Buch thematisiert Sterbehilfe u.a. wegen Klimawandel: „Henry Morris is watching his wife slip away from him. In an ageist society, where euthanasia is encouraged as a patriotic act, dementia is no longer tolerated. Kaitlyn, a young waitress, is desperate for the funds to keep her brother's life support machine switched on. When a chance encounter brings the two together, they embark on an unconventional business arrangement that will force them to confront their prejudices, as well as their deepest, darkest secrets."

ESG Research Overload? (10-2020)

Hier sind über 40 interessante aktuelle Researchbeiträge zu den Themen Biodiversität, Klimadaten und ESG-Maßen, „Humanressourcen", Impact, Engagement, Voting, Finanzskandalen und Unmoral, Heuschrecken und Ethik.

ESG Research Overload und Umfeld: Biodiversität, Biomaterial und Energiethemen

Hohe Anti-Biodiversitäts-Subventionen: Finance & Biodiversity – Time to focus on the Trillions already in play auf Planet Tracker vom 18. September 2020: "total annual public and private funding supporting biodiversity conservation is outstripped by harmful subsidies in agriculture, forestry and fisheries by between 3.5x to 6.4x".

Finanzierung von Biodiversität: Financing Nature: Closing the Global Biodiversity Financing Gap vom Paulson Institute, The Nature Conservancy und Cornell Atkinson Center for Sustainability vom 17. September 2020: "Widespread land conversion for infrastructure, agriculture and other development, and overexploitation of natural resources are being driven by political leaders' prioritization of short-term economic gains and the inability of our economic systems and financial markets to appropriately value and protect our natural capital. To slow and stop the global loss of biodiversity, we must fundamentally rethink our relationship with nature and transform our economic models and market systems. The policy and economic actions needed to achieve this require considerable political will, broad public support, and substantial investment. This will not happen overnight and, in the short to medium term, there is an urgent need to scale up finance for nature" (S. 4).

Biodiversitäts-Tools und Tipps: Investor action on biodiversity: Discussion paper der Principles for Responsible Investments vom ersten September enthält u.a. eine "selection of tools for understanding biodervisity risk" (S. 37-39), "examples of individual engagement activities" (S. 40-42), "measurement approaches" (S. 43/44).

Biomaterial mit Risiken: Are bioplastics and plant-based materials safer than conventional plastics? In vitro toxicity and chemical composition von Lisa Zimmermann, Andrea Dombrowski, Carolin Völker und Martin Wagner vom 17. September 2020: "Our results indicate that the majority (67%) of bioplastics and plant-based products contain toxic chemicals as well as a large number and diversity of compounds (>1000 chemical features each in 80% of the samples). … bio-based and/or biodegradable materials available on the market are just as toxic as conventional plastics with regards to the chemicals they contain. … safer products are already at the market that can be used as best practice examples. Additionally, the chemical safety of materials can be further optimized using green chemistry to "design out" toxicity during the development of new bio-based and biodegradable materials. Besides these human health aspects, the carbon, energy, water and land footprints need to be minimized to create truly better plastics or plastic alternatives and avoid regrettable substitutions".

Enorme Technologievielfalt und Kostensenkungen bei Batterien: Innovation in batteries and electricity storage – A global analysis based on patent data von der International Energy Agency vom September 2020: More than 7 000 international patent families (IPFs) related to electricity storage were published in 2018, up from 1 029 in 2000" (S. 4). … "For electric vehicles, Li-ion prices have decreased by almost 90% since 2010, while for stationary applications, including electricity grid management, they have dropped by around two-thirds over the same period. These cost reductions are partly due to new chemistries, mostly adjustments to the composition of the battery cathode, as well as economies of scale in manufacturing" (S. 5).

Carbon Capture is wichtig: Energy Technology Perspectives: Special Report on Carbon Capture Utilisation and Storage CCUS in clean energy transitions von der International Energy Agency vom September 2020: "Alongside electrification, hydrogen and sustainable bioenergy, CCUS will need to play a major role. It is the only group of technologies that contributes both to reducing emissions in key sectors directly and to removing CO2 to balance emissions that cannot be avoided – a critical part of "net" zero goals. … Plans for more than 30 commercial facilities have been announced in the last three years. And projects now nearing a final investment decision represent an estimated potential investment of around USD 27 billion – more than double the investment planned in 2017. This portfolio of projects is increasingly diverse – including power generation, cement and hydrogen facilities, and industrial hubs – and would double the level of CO2 captured globally, from around 40 million tonnes today. … CCUS is virtually the only technology solution for deep emissions reductions from cement production. It is also the most cost-effective approach in many regions to curb emissions in iron and steel and chemicals manufacturing. Captured CO2 is a critical part of the supply chain for synthetic fuels from CO2 and hydrogen – one of a limited number of low-carbon options for long-distance transport, particularly aviation" (S. 13/14).

ESG Research Overload und Messungen und Tools

Nichtfinanzielle Daten sind sehr wichtig: Expectations and the Role of Intangible Investments von Michael Mauboussin und Dan Callahan von Morgan Stanley Investment Management vom 15. September 2020: "Earnings are deemed to be "the single most important output of financial reporting." It used to be that earnings were on the income statement and investments were recorded mostly on the balance sheet. The rise of intangible investments means that the bottom line is now a mix of earnings and investment. … Earnings are less relevant for value today than in the past. This is because of the rise of intangibles and the increase in non-recurring, or ancillary, items reported in earnings. We focus on the former, but investors seeking to understand value must thoughtfully deal with both" (S. 16). **Mein Kommentar:** ESG-Daten werden stark kritisiert, aber traditionelle Finanzdaten alleine können viele Entwicklungen nicht befriedigend erklären. ESG-Ratings können Intangibles tangliber machen.

Sind (manche) ESG Scores stark Länder-, Branchen- und Kapitalisierungsabhängig? ESG scores and beyond (Part 1) Factor control: Isolating specific biases in ESG ratings von Kevin Ratsimiveh, Patrick Hubert, Valéry Lucas-Leclin und Emeric Nicolas von FTSE Russell vom 7. Juli 2020: "Based on the FTSE Russell ESG scores, which cover nearly 4,700 companies, this report provides … a deep analysis of the three external factors (or biases)—size, activity and country—that historically may have (strongly) influenced the ESG assessment of companies" (S. 3).

Menschenrechte messbar machen – Eine umfassende Zusammenstellung quantitativer Menschenrechtsindikatoren für Unternehmen, econsense Diskussionspapier 2020: „Mit dieser Veröffentlichung legt econsense eine Zusammenstellung von quantitativen Menschenrechtsindikatoren für Unternehmen vor. Diese Liste basiert auf Indikatoren von etablierten und anerkannten Institutionen" (S. 3).

55 Maße für nachhaltige Wertschöpfung: Measuring Stakeholder Capitalism Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation vom World Economic Forum vom 22. September 2020: "Core metrics: A set of 21 more-established or critically important metrics and disclosures. These are primarily quantitative metrics for which information is already being reported by many firms (albeit often in different formats) or can be obtained with reasonable effort. They focus primarily on activities within an organization's own boundaries. Expanded metrics: A set of 34 metrics and disclosures that tend to be less well-established in existing practice and standards and have a wider value chain scope or convey impact in a more sophisticated or tangible way, such as in monetary terms. They represent a more advanced way of measuring and communicating sustainable value creation".

Diverse Umweltrisikoanalysetools: Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions vom Network for Greening the Financial System Technical document vom September 2020: "environmental risks (encompassing both environment- and climate-related risks) have not yet been explicitly recognized and effectively addressed by many financial institutions. … This NGFS publication, Overview of Environmental Risk Analysis (ERA) by Financial Institutions, provides an extensive list of examples of how environmental risks are transmitted to financial risks, and a comprehensive review of the tools and methodologies for ERA used by financial institutions (FIs) including banks, asset managers and insurance companies" (S. 3).

Klimatools und Klimadaten: Charting a New Climate – State-of-the-art tools and data for banks to assess credit risks and opportunities from physical climate change impacts TCFD Banking Pilot Project Phase II vom September 2020: "This report describes the outputs of the UN Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) Phase II banking pilot which lays out state-of-the-art tools and data for assessment of physical climate-related risks and opportunities by banks. The Phase II pilot, involving 39 UNEP FI member banks from six continents, focused on addressing key methodological challenges highlighted in its predecessor Phase I report, 'Navigating a New Climate'" (S. 1).

Noch viel zu tun bei der Klimaanalyse: Climate change analysis in the investment process von Matt Orsagh vom CFA Research Institute vom 21. September 2020: "This report aims to help improve knowledge and understanding about how climate risk can be applied to financial analysis and portfolio management. It then informs practitioners how best to incorporate these analyses into their investment processes, based on case studies of firms that are currently integrating climate-related analysis into their investment models" (S. 1).

Komplexes Carbonrisiko: Measuring and Managing Carbon Risk in Investment Portfolios von Theo Roncalli, Theo Le Guenedal, Frederic Lepetit und Takaya Sekine von Amunid vom 26. August 2020: "the primary task is to develop a brown-minus-green (or BMG) risk factor, similar to Fama and French (1992). Secondly, we must estimate the carbon beta using a multi-factor model. While Goergen et al. (2019) considered that the carbon beta is constant, we propose a timevarying estimation model to assess the dynamics of the carbon risk" (abstract)…. "Investors must be aware that carbon risk is priced in by the stock market. This is why they must measure and manage this risk, especially when it is too high or when it is incompatible with the fiduciary duties of their investment portfolios" (S. 37).

Valide Kritik an EU Klimabenchmarks: EU sustainable finance: Impact uncertain von Susanna Rust von IPE vom 15. September 2020: "For the Paris-Aligned Investment Initiative (PAII), a project coordinated by the Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) and steered by major asset owners, this is because other benchmark constructions may result in a greater emissions reduction impact".

ESG Research Overload und ESG Basics

Der Weg nach Vorne ist kreisförmig: Financing the circular economy – Capturing the opportunity von der Ellen MacArthur Foundation vom 10. September 2020: "Relying solely on energy efficiency and switching to renewable energy will only address 55% of global greenhouse gas (GHG) emissions. By adopting circular practices, we can reduce a significant proportion of the remaining 45%. For example, circulating products and materials – instead of producing new ones – can help cut energy demand, by maintaining the energy that went into making them. In agriculture, adopting circular principles is an effective way to sequester carbon in the soil" (S. 11). …"it is estimated that a circular economy could create over half a million jobs by 2030 in Britain alone, in activities such as resale, remanufacturing, and recycling" (S. 12).

Gute ESG Firmen könnten Mitarbeitern weniger zahlen: The Sustainability Wage Gap von Philipp Krueger, Daniel Metzger und Jiaxin Wu vom 11. September 2020: "we provide evidence that firms with better sustainability characteristics tend to pay lower wages (10-20%) and attract and retain higher skilled workers. Supported by evidence from three waves of a large and representative survey (International Social Survey Programme (ISSP)), we argue that workers are willing to give up part of their financial compensation because of nonpecuniary benefits related to their preferences to work in more sustainable sectors" (S. 30).

Mitarbeiterbeteiligung bringt finanziell kaum etwas: The Potential Benefits of Employee Ownership Funds in the United States von Lenore Palladino vom 17. September 2020: "Based on historic dividend payments and employee counts in public 10-K filings, I find that, if EOFs held twenty percent of outstanding equity, the average employee dividend across this sample would be $2,622 per year, while the median is $1,760" (S. 1). **Mein Kommentar:** Hinzu kommt ein zusätzliches Risiko zum Jobrisiko und ggf. sogar einem Pensionsrisiko.

Kritik an nicht-nachhaltigen öffentlichen Kapitalanlagen: Fiebrige Finanzen – Wie der deutsche Staat das Klima durch steuerfinanzierte Aktiendepots erhitzt- Ein Forschungsprojekt von Fossil Free Berlin vom September 2020: „In Deutschland legten der Bund und sieben Bundesländer im Jahr 2018 insgesamt über 13 Milliarden Euro für ihre Beamtenpensionen in Aktien an, der Bund tut es zusätzlich für die Pflegeversicherung. Sie lassen damit Milliarden auch an Kohle-, Gas-, Fracking- und Ölkonzerne fließen. … Appell: 1. Investitionen aus Kohle, Fracking, Öl und Gas abziehen. 2. Nur noch in 1,5-Grad-kompatible Firmen investieren.3. Konsequente ESG-Nachhaltigkeitskriterien einführen, um Klima- und Finanzrisiken zu senken"

ESG-Präferenzen haben wenig Einfluß auf Anleiheemissionen: Primary Corporate Bond Markets and Social Responsibility von Michael Halling, Jin Yu und Josef Zechner vom 10.

September 2020: “high scores on characteristics such as product quality or product safety are priced in the bond IPO markets, but there is no evidence that this is also true for dimensions such as the environment, community or human rights” (S. 17). … “Overall, it appears that ES-contained information about bonds’ expected cash flows and their riskiness creates the relation between ES scores and issue spreads, rather than preference-based demand for bonds from high ES issuers” (S. 17).

ESG Research Overload, Engagement und Impact/SDG

Wir Reichen müssen besonders viel ändern: Confronting Carbon Inequality – Putting climate justice at the heart of the COVID-19 recovery von Oxfam vom 21. September 2020: “The richest 5% (c.315 million people) were responsible for over a third (37%) of the total growth in emissions (see Figure 2), while the total growth in emissions of the richest 1% was three times that of the poorest 50% (see Figure 6)”.

Banken sollten nicht nur unterzeichnen, sondern auch handeln: Responsible Banking Parctices Benchmark 2020 von Leila Kamdem-Fotso et al. von Mazars: The benchmark assesses the sustainability practices of a sample of 30 banks. “The banks selected have demonstrated a significant interest in sustainability by participating in the United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) initiatives and/or by being signatories to Principles for Responsible Banking (PRB)” (S. 8). “Most of the banks assessed currently offer a wide range of environmentally responsible products, but have yet to develop a product offering that addresses socioeconomic issues to a similar extent. 43% of the banks assessed offer socially responsible investment products” (S. 15).

Larry Fink kann etwas bewegen: CEO (In)Activism and Investor Decisions von Michael Durney, Joseph Johnson, Roshan Sinha und Donald Young vom 18. Juni 2020: …”from a traditional economic perspective, it is not clear why CEO activism would affect investors’ purchase decisions. However, anecdotal evidence, such as BlackRock CEO Larry Fink’s open letter to CEOs wherein he pressures CEOs to publicly weigh in on issues (Fink 2019), suggests investors pay attention to and might be affected by CEO activism. … Our experimental results suggest that CEO activism affects investor decision-making. Specifically, consistent with our predictions based on social identity theory, we find increased (decreased) stock purchases following (mis)alignment between participant and CEO views on a social issue. Additionally, this effect persists regardless of whether the social issue is more or less relevant to the firm’s operations” (S. 29). **Mein Kommentar:** Allerdings hat sich Blackrock bisher nicht durch besonders verantwortungsvolle Stimmrechtsausübungen ausgezeichnet (vgl. u.a. mein noch nicht veröffentlicher Beitrag **Divestments bewirken mehr als Stimmrechtsausübungen oder Engagement** in https://www.springer.com/de/book/9783658312138).

Negative Wirkung mancher SDG/Impactinvestments: Five years of SDGs, five lessons learned von Jan Anton van Zanten von Robeco vom 25. September 2020: “… there are also negative overlaps; building infrastructure (SDG 9) typically means increasing greenhouse gas emissions, making it harder to solve climate change (SDG 13). Agriculture accounts for 70% of water withdrawals, assisting with SDG 2 (zero hunger) but adversely impacting SDG 6

(clean water and sanitation), while the use of fertilizers and pesticides threatens life on land (SDG 15)".

Geldanlagen und Menschen

Kein Wunder, dass die Finanzbranche Skandale produziert: Trustworthiness in the financial industry von Andrej Gill, Matthias Heinz, Heiner Schumacher und Matthias Sutter vom 12. August 2020: "Our long-term project has measured students' trustworthiness early on in their college days (in Wave 2013) and has identified their first permanent job placement several years later (in Wave 2020). We have found that individuals who, at the start of their studies, express a strong interest to work in the financial industry are substantially less trustworthy than individuals with other professional goals. Importantly, this relationship persists if we consider actual job market placements. Individuals who find their first job after graduation in the financial industry are significantly less trustworthy than individuals who commence their career in other industries. The former group returned on average one third less than the latter group in our experimental trust game. Thus, the financial industry does not seem to screen out less trustworthy individuals. If anything the opposite seems to be the case: Even among students who are highly motivated to work in finance after graduation, those who actually start their career in finance are significantly less trustworthy than those who work elsewhere" (S. 28).

Unmoralisch: Sorting and Wage Premiums in Immoral Work von Florian Schneider, Fanny Brun und Roberto Weber vom 13. August 2020: "Labor markets for immoral work yield significantly higher wages. Moreover, immoral workers are significantly more likely to be hired for immoral work than are moral workers …" (S. 33).

Negative Anreizsysteme: On the Valuation of Performance Fees and Their Impact on Asset Managers' Incentives von Wei Dai, Robert C. Merton und Savina Rizova von 1. September 2020: "we analyze the impact of different fee structures on manager incentives focusing on systematic managers as more and more asset managers shift toward systematic investing. Our analysis sheds light on why performance fees might have negative implications for the incentives of systematic managers. Thinking through these implications can help investors select an appropriate fee structure consistent with their investment goals" (S. 13).

Viele Geldanlage-Ausreden: Aktienkultur in Deutschland Bevölkerungsbefragung 2020 von pro Aktie vom August 2020: Normalerweise nehme ich kaum Befragungen in meine Researchliste auf, aber diese Befragung ist für Anlageberater und Vermögensverwalter u.a. für die Einwandbehandlung interessant.

Hohe Renditeziele und Finanzbildung sind eher schädlich: Do individual investors bite off more than they can chew? von Catherine D'Hondt, Rudy De Winne Rudy und Maxime Merli vom 22. Juni 2020: "… Investors with higher subjective literacy or with higher subjective risk tolerance report higher target returns … we also show that investors with the highest risk tolerance exhibit significant lower realized portfolio returns. … we find a positive relationship between individual portfolio returns and age, education, portfolio size, portfolio risk, or portfolio return sknewness. Compared to men, women also earn higher returns (S. 26). … We provide evidence that high literate investors set higher target returns, but they are not able to

perform better and fall closer to their target returns, compared to low literate investors (S. 27); vgl. https://prof-soehnholz.com/finanzwissen-kann-schaden/).

Privattrader sind gar nicht so schecht: Retail Raw: Wisdom of the Robinhood Cowd and the COVID Crisis von Ivo Welch vom 30. September 2020: "Small retail investors at the Robinhood (RH) retail brokerage firm from 2018 to 2020 shared with Finnish and larger US investors from the 1990s a preference for extreme recent winners and losers. Interestingly, this preference held even for the overall stock market during the March-2020 Covid crisis, indicating an absence of panic and margin calls. Thus, RH investors acted as a (small) market-stabilizing force. They were also unusually interested in some "experience" stocks (e.g., Cannabis stocks). Nevertheless, the narrative of pure irrational exuberance is misleading. Collectively, RH investors bought and held stocks with large past share-volume and dollarvolume, making them invest overwhelmingly in large rather than in obscure stocks. … The collective RH crowd portfolio also did not underperform with respect to standard academic benchmark models" (abstract).

Starke Überzeugungen: Do investors rely on robots? Evidence from an experimental study von B. Alemanni et al. vom 22. September 2020: "Our results show that the probability to follow the advice does not depend on the source of the recommendation (human versus robo advisor) but rather on the alignment between the self-directed choice made before receiving the advice and the recommendation subsequently received. In particular, the propensity to follow the advisor (either human or robo) increases if the advice confirms individual's own beliefs about her/his investor profile".

Abzinsungsfaktoren sollten altersabhängig sein: Time Preferences over the Life Cycle von Wataru Kureishi, Hannah Paule-Paludkiewicz, Hitoshi Tsujiyama und Midori Wakabayashi vom 29. Juni 2020: "In this paper, we exploit representative long-term panel data in Japan and estimate age patterns of discount rates. We conclude that time preferences do change over the life course. We find that discount rates decrease with age and the decline is remarkably linear over the life cycle. Our finding has important implications for research in economics and policymakers. For example, it is important to consider age-dependent discount rates in life-cycle models for studying consumption dynamics or savings behavior" (S. 22).

Themen-Investments und Smart Beta

Kritik an Themen-ETFs und eine Lösung: The problem with themes like robotics von The Evidence Based Investor vom 24. September 2020: "According to the Morningstar Global Thematic Funds Landscape report, published in February 2020, only 45% of all thematic funds listed at the end of 2009 survived until the end of 2019. Of the funds that survived, just 26% beat the MSCI World Index. …. Look at the fund's holdings and selection criteria. Are those stocks likely to significantly benefit from the targeted trend, or are unrelated factors likely to have a bigger impact on performance?" **Mein Kommentar:** Ich stimme der im Beitrag geäußerten Kritik weitgehend zu. Mit meinem Impact ETF Portfolios aus aktuell ca. einem Dutzend auf die Nachhaltigen Entwicklungsziele der Vereinten Nationen fokussierten ETFs gibt es m.E. aber ein durchaus attraktives Themenportfolio, vgl. https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/Das-Diversifikator-Buch.pdf (S. 150/151).

Smarte Namen mit banalem Inhalt: Smart Beta Made Smart von Andreas Johansson, Riccardo Sabbatucci und Andrea Tamoni vom 24. September 2020: "many funds are merely tracking the market (e.g., closet-indexing), regardless of what they claim … we show that investors tend to allocate money into smart beta strategies based on a "naive" classification – based on names instead of true factor replicating performance" (S. 31).

Starke Dividendensignale: Dividend Suspensions and Cash Flow Risk during the Covid-19 Pandemic von Davide Pettenuzzo, Riccardo Sabbatucci und Allan Timmermann vom 28. September 2020: "Our analysis shows that dividend suspensions have a more profound effect on expected future dividend growth and broad economic conditions than the mere dollar amount by which they reduce dividend payments. … the stock market's reaction to dividend suspensions during the pandemic (strongly negative) was very different from its reaction to large dividend reductions (positive). Apparently, a firm's ability to pay even a small amount of dividends despite the highly adverse economic effects of pandemic was interpreted by investors as a sign of better-than-expected financial strength" (S. 23/24).

Alternative Investments

US Universitätsstiftungen investieren anders: Seventy-Five Years of Investing for Future Generations von David Chambers, Elroy Dimson und Charikleia Kaffe vom 6. Oktober 2020: "… we documented the distinctive trends in endowments' long-term asset allocations, such as the early adoption of equity investing and the more recent shift into alternative assets. We highlighted that Ivy League schools were the ones initiating the switches into relatively new asset classes. The heavier weighting in equities and then equity-like alternative assets from the mid-20th century onwards helped drive endowment returns in the second half of our long sample period. …. Calculating changes in active risky-asset allocations, we found that endowments typically exhibited a countercyclical investment pattern—in particular, increasing their allocations to equities after the onset of a crisis. In comparison, extensive prior evidence indicates that retail and other investors without the advantage of a long horizon exhibit strongly procyclical behavior" (S. 15).

Doch keine Heuschrecken: Economics of Leveraged Buyouts: Theory and Evidence from the UK Private Equity Industry von Alexander Belyakov vom 19. März 2020: "It turns out that the leverage of companies with private equity ownership is significantly lower than traditionally considered, with many buyouts financed with either no or just a small amount of debt. Neither private equity owners show any evidence of over-extraction. An almost equal number of PE-backed companies pay dividends and receive money in follow-on equity injections from the PE owner. If anything, private equity owners relax the financial constraints of their portfolio companies and allow them to invest when internal cash flow is low. The ability to receive equity injection from the private equity owner is particularly crucial for financially-distressed companies: as the analysis in this paper shows, such companies do not reduce their investments" (S. 74).

Gute Umsetzung ist für Private Equity Transaktionen entscheidend: Value Creation in Private Equity von Markus Biesinger, Çağatay Bircan und Alexander Ljungqvist vom 5. Juni 2020: "Successful execution (rather than ex ante selection of strategies) appears to be a key

driver of investor returns, especially in growth, buyout, and secondary deals. … Company operations and profitability improve in ways consistent with the successful implementation of value creation plans, and these improvements persist beyond PE funds' exit" (S. 31).

Private Equity mit positivem Impact in Europa: Private Equity at Work – Employment & job creation across Europe: "10.5 million employees worked in private equity backed companies in 2018" (S. 2). "The portfolio companies of Invest Europe members created 173,124 jobs in 2018 – more than the working populations of Bilbao or Bonn. That means 5.5% more people working at companies that our members back than the previous year – five times the European job creation average" (S. 1).

Infrastrukturinvestments sind für kurzfristig orientierte Politiker nicht attraktiv: The Macroeconomic Consequences of Infrastructure Investment von Valerie Ramey vom 4. August 2020: " …the macroeconomic approach to government investment provides strong support for the long-run benefits of **infrastructure** spending. However, the same approach raises questions about the suitability of **investment** in infrastructure and other public capital as a short-run stimulus".

Lokales Crowdfunding mit erstaunlichen Projekten: Professor Friedrich Grimm hat mich auf www.test-test-contest.de aus Ulm hingewiesen. Er ist mit dem Patent „RES-Strömungskonverter" für eine Windturbine mit Wendeflügeln einer von 10 Teilnehmern.

Gold glänzt aktuell wieder: Gold as a Financial Instrument von Pedro Gomis-Porqueras, Shuping Shi und David Tan vom 21. September 2020: "… we show that gold is a weak hedge to the stock market and Euro sovereign bond spreads. However, gold is a strong hedge to oil prices (a proxy for extreme movements in inflation). Gold is also a strong safe haven asset when investors are confronted with all three risks considered in this paper. Moreover, we report that gold is a near perfect hedge to the US dollar" (S. 18). **Mein Kommentar:** Vergleichbare Analysen kann man selbst einfach mit der Funktion „Backtest Portfolio Asset Class Allocation" machen, siehe www.portfoliovisualizer.com und vgl. https://prof-soehnholz.com/kann-institutionelles-investment-consulting-digitalisiert-werden-beispiele/.

Viel Manipulation bei Kryptotoken: A new wolf in town? Pump-and-dump manipulation in cryptocurrency markets von Anirudh Dhawan und Tālis Putniņš vom 24. September 2020: "we find well over 300 cases of cryptocurrency pump-and-dump manipulation in the space of a mere seven months" (S. 35). " … "Like pump-and-dump manipulation of stocks, cryptocurrency pumps generate large price distortions (average price movements around 65%), generate abnormal trading volumes (13.5 times average volume), and earn manipulators millions of dollars. Similar to manipulation of stocks, manipulators target fairly illiquid coins, although they avoid coins with so little liquidity that manipulation would be infeasible or not sufficiently profitable".

ESG Research Overload und Sonstiges

Sachbuchtipp: Ulrich Hemel (Hg.): Weltethos für das 21. Jahrhundert, Freiburg 2019: Das Konzept von Hans Küng aus dem Jahr 1990 ist auch künftig relevant, wie die überwiegend

sehr interessanten Beiträge in diesem Buch zeigen. Dabei geht es um „die ethischen Maximen, denen sich Menschen aller Religionen und Überzeugungen überall in der Welt verbunden fühlen“ (Eberhard Stilz, S. 12). Besonders relevant für die Themen meines Blogs sind „Geldethos und Weltethos: Die globale Finanzialisierung und ihre ethischen Dimensionen“ von Bernd Villhauer, „Der Weg der digitalen Balance: Digitalisierung als Herausforderung der Menschlichkeit“ von Ulrich Hemel, „Weltethos und die Agenda 2020 für nachhaltige Entwicklung“ von Klaus Leisinger, „Nachhaltigkeits-Governance: Warum Geschäfte und Technikwunder allein die Umwelt nicht retten“ von Felix Ekart und „Das Ethos der Nachhaltigkeit: Die Gestaltung der Globalisierung im Sinne der 17 Sustainable Development Goals“ von Friedrich Glauner. Felix Ekardt z.B. schreibt „Doch verbraucht ein Auto auch dann noch Fläche und schädigt auch dann noch die Biodiversität und die Grundwasseranreicherung, wenn das Auto vollständig aus essbaren Materialien hergestellt wurde“ (S. 240).

In eigener Sache 1: Prof. Dr. Dirk Söhnholz: Fokus auf nachhaltigen Geldanlageportfolios von Manuela Diehr vom 30.9.2020: „Für viele der Portfolios gibt es weder passive (ETF) noch aktive Fondsalternativen. Im Vergleich zu aktiven Fonds sind die Modellportfolios zudem sehr günstig. Vermögensverwalter und Banken können mit Unterstützung von Diversikator sehr schnell ein sehr breites, tiefes, konsequentes und günstiges Angebot von nachhaltigen Geldanlageprodukten erhalten“.

In eigener Sache 2: Nachhaltig investieren – dieses Ziel prägt die Arbeit von Prof. Dr. Söhnholz seit Jahren bei Beate König vom 30. September 2020: „Künftig wird mein Fokus auf sogenannten Impactportfolios liegen, die Geldanlagen im Sinne der Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen ermöglichen …. Dazu habe ich ein Mischfondsportfolio mit strengen ESG-Anforderungen entwickelt. Für private Anleger und geringe Investmentsummen möchte ich ebenfalls konsequent nachhaltige Investments mit sog. Direct ESG Indexing anbieten (vergl. hier). Anlegern und Beratern wird damit effizient ermöglicht, individuelle Nachhaltigkeitsvorstellungen bei den eigenen Investments umzusetzen.“

Großanlegerdefizite: Große können schlechter als Kleinanleger sein (10-2020)

Großanlegerdefizite: (Faktor-)Optimierung kann sehr suboptimal und einfach kann besser als komplex sein. Hinzu kommen ESG-, CSR- und Governancestudienüberblicke und wieder enttäuschende Stimmrechtsausübungen: Das sind einige der Themen der wieder über 20 aktuellen Studien.

Vergangenheitsperformance ist kein guter Investmentratgeber: Große Fonds tun der Anlegerperformance nicht gut von Ali Masarwah von Morningstar vom 5. Oktober 2020: „Bis auf einen Fonds schnitten alle aktiv verwalteten Produkte in der Phase, nachdem sie zu Europas größten Fonds avancierten, deutlich schlechter ab (im Vergleich zum Index) als in der Phase zuvor“

Sind (auch Groß-)Anleger dumm? Anlegerportfolios schwanken zu stark: The Volatility of Stock Investor Returns von Ilia Dichev und Xin Zheng vom 5. September 2020: “The volatility of stock investor returns depends not only on the volatility of the stocks they hold

but also on their capital exposure to their holdings over time. Our main finding is that the volatility of investor returns is considerably higher than the corresponding volatility of stock returns for nearly all specifications. …. On the investor behavior side, the findings of this study are another argument for investing styles that minimize trading, and avoid timing the market" (S. 28/29).

Größe kann helfen, aber private Geldanlage kann trotzdem besser als institutionelle sein: Size and Investment Performance: Defined Benefit vs. Defined Contribution Pension Plans von Donghyeok Jang und Youchang Wu vom 9. Oktober 2020: "Using a comprehensive and bias-free sample of U.S. private pension plans constructed from IRS Form 5500 filings from 1990 to 2018, we document significant economies of scale in pension plan investment performance and administrative expenses, and show that they are significantly more pronounced for DB plans than for DC plans (S. 34). … Overall, our results suggest that investment performance of individually managed DC plans is in general not worse than the performance of institutionally managed DB plans, despite many widely-held concerns about the limited financial knowledge of typical plan participants" (S. 35).

Werden Anleger schlauer? Mind the Gap 2020 ? A report on investor returns in the United States von Morningstar vom August 2020: "In our annual study of U.S. investor returns, we found the results investors actually experienced after adjusting for cash inflows and outflows have improved in recent years and were only slightly lower than reported total returns over the past 10 years. … Consistent with our previous research, allocation funds—which combine stocks, bonds, and other asset classes—fared the best, with a positive gap of 40 basis points" (S. 1). **Mein Kommentar:** Ist das Timing von Anlegern bei dieser "Königsklasse" besser als das von Fondsmanagern?

(Morningstar-)Menschen mit Mehrwert gegenüber Maschinen: What Should Investors Care About? Mutual Fund Ratings by Analysts vs. Machine Learning Technique von Si Cheng, Ruichang Lu und Xiaojun Zhang vom 1. Oktober 2020: "In addition to the backward-looking star rating, Morningstar recently introduced two novel rating metrics for mutual funds: the analyst rating and the quantitative rating based on the machine learning technique. …. We find that Morningstar analysts are able to identify outperforming funds. For instance, Gold-rated funds recommended by analysts outperform the benchmark by 0.91% per year, representing a 100% performance improvement over the traditional 5-Star rating". … "In contrast, the quantitative rating fails to identify funds that outperform their peers" (S. 29; vgl. ähnliche Ergebisse von David Nanigian https://prof-soehnholz.com/passiv-ist-gut-fuer-esg-viel-neues-research-zu-esg-wealthtech-und-mehr/). **Mein Kommentar:** Hier fehlt ein Vergleich mit passiven Investments.

Einfache Risikomessung kann gut sein: How People Know Their Risk Preference von Ruben Arslan, Martin Brümmer, Thomas Dohmen, Johanna Drewelies, Ralph Hertwig und Gert Wagner vom September 2020: "People differ in their willingness to take risks. Recent work found that revealed preference tasks (e.g., laboratory lotteries)—a dominant class of measures—are outperformed by survey-based stated preferences, which are more stable and predict real-world risk taking across different domains" (abstract). …."What many researchers feel is a weakness of stated preferences ("cheap talk") might actually be a strength. The fairly vague, almost projective nature of a comprehensive single-item question allows people to refer back to their diagnostic memories and behaviours using a wellhoned

human capacity for social perception" (S. 27; vgl. https://prof-soehnholz.com/risikomanagement-aktiv-ist-schlechter-als-passiv-robo-advice/).

US Geldpolitik beeinflusst europäische Unternehmen(sanleihen): Investment funds, monetary policy, and the global financial cycle von Christoph Kaufmann vom 6. Oktober 2020: "The results suggest that a loosening of US monetary policy leads to inflows to the investment fund sector globally and within the euro area, especially on corporate bond markets. These inflows are particularly strong for the riskier segments of financial markets and they also coincide with increased securities issuance by EA non-financial corporations. The latter observation indicates a relevance of these financial spill-overs for the real economy" (S. 28).

Großanlegerdefizite: Faktorinvestments und Alternative Anlagen

Man kann fast alles schönrechnen: Resurrecting the Value Premium von David Blitz und Matthias Hanauer von Robeco vom 5. Oktober 2020: "This paper adds to the existing literature by showing that the academic value factor, HML, has not only suffered setbacks in recent years, but has in fact been struggling for decades already (S. 11). " … we use a composite of value metrics, we apply some basic risk management techniques, and we make more effective use of the breadth of the liquid universe of stocks. We conclude that, with a little bit of effort, a healthy value premium can still be discerned in the cross-section of stock returns" (S. 12). **Mein Kommentar:** Die Analyse in Bezug auf traditionelle Value-Definition ist nachvollziehbar, aber der hier präsentierte neue Valuefaktor liest sich wie eine ziemlich willkürliche Backtestoptimierung (vgl. https://prof-soehnholz.com/?s=faktorinvestments).

Inverse Faktoren: Jetzt wird es ganz wild: Inverting factor strategies – No more 'monkey business' von Sergiy Lesyk, Peter Gunthorp und Andrew Dougan vom FTSE Russell Innovation Lab vom September 2020: "We have shown it is possible to invert factor exposures in a controlled way, using an appropriate portfolio construction technique such as factor tilting. Generalizing this approach to multiple factors with variable tilt strengths permits the control of both on and off-target factor exposures and leads to the creation of pure (multi) factor indexes" (S. 15). **Mein Kommentar:** Faktorinvesting ist bisher nicht attraktiv. Das liegt vor allem an unzureichenden Faktorprognosen. Wieso sollte dann „Inverting", d.h. die Umkehr z.B. als Anti-Small Investments, etwas bringen? Die Grafiken im Dokument zeigen eher, dass naive und gleichgewichtete Investments (z.B. „Monkey") oft ziemlich gut laufen.

Lieber weniger aktives Management, denn einfacher ist besser: Failure of the Standard Model of Institutional Investment von Richard Ennis vom 6. Oktober 2020: "Institutional investors cannot expect to succeed if they continue to rely on a cumbersome asset-class-oriented portfolio structure, investing with 100 or more managers at an annual cost of 1-2% of asset value. Markets are far too competitive for this to work with any degree of consistency. Fiduciaries of these funds owe it to their stakeholders to make a clear-eyed assessment of finance theory and empirical evidence relating to markets and managed portfolios. Doing so would lead them to a simplified approach with much greater use of passive investment, fewer active portfolios (chosen with a greater degree of discrimination) and at a much lower overall cost" (S. 20).

Business Angel brauchen viel Geld und viel Zeit: The Pervasive, Head-Scratching, RiskExploding Problem With Venture Capital – Three VC experts run the numbers and conclude: Everyone's doing it wrong von Kamal Hassan, Monisha Varadan und Claudia Zeisberger von Institutional Investor vom 29. September 2020: "The golden rule for investors into the venture asset class must therefore be: Build a portfolio of 500 startups, with 100 companies being the absolute minimum".

Listed Alternatives können sehr attraktiv sein: Think real assets – Optimizing pension plan outcomes using public and private real assets von James Colon et al. Nuveen vom September/Oktober 2020 (vgl. auch Listed Alternative ESG Portfolios auf www.diversifikator.com).

ESG Umfeld, Daten und Analysen

Ist EU Agrarpolitik nur im Best-Case gut für das Klima? Verbesserung des Beitrags der Gemeinsamen Agrarpolitik zum Klimaschutz in der EU [ENTWURF] von Margarethe Scheffler und Kirsten Wiegmann vom Öko-Institut vom 6. Oktober 2020**:** „Auf den Beitrag der Landwirtschaft zum Klimaschutz hat die EU den größten Einfluss, da sie mit der Gemeinsamen Agrarpolitik (GAP) den Rahmen für die agrarpolitische Maßnahmen und insbesondere die Zahlungen an die landwirtschaftlichen Betriebe setzt" (S. 6). …Werden alle Maßnahmen ambitioniert …, können Minderungswirkungen im Bereich von bis zu 101 Mio. Tonnen CO2eq. mobilisiert werden, was einer Einsparung von etwa 20,6 % an den gesamten Emissionen aus der Landwirtschaft und der landwirtschaftlichen Nutzung von Böden entspricht (S. 8).

ESG hat umfassende Auswirkungen auf Banken: Sustainable Finance als Teil der nachhaltigen Transformation – Auswirkungen auf Kreditinstitute vom Institut der Wirtschaftsprüfer vom 30. September 2020: „ … Auswirkungen von ESG-Maßnahmen auf die Geschäftsstrategie und Governance, das Risikomanagement, Abschluss und Lagebericht, Transparenzpflichten und den Vertrieb" (S. 4).

Viel mehr Weiterempfehlungen wegen ESG in den USA: Want more client referrals? Try ESG, says J.D. Power von Jessica Mathews von Financial Planning vom 2. Oktober 2020: "Over three-quarters — or 76% — of clients who say their firm ranks well with ESG report they "definitely will" recommend their investment firm to friends and family, according to the report. For clients who didn't give their firm high ratings on social causes, only 32% said they would definitely give a referral".

Viel ESG-Aufklärung nötig, aber die könnte sich lohnen: Wie halten es die Anleger mit der Nachhaltigkeit? Befragung zu Kenntnissen, Erfahrungen und Erwartungen privater Investoren vom Deutschen Institut für Altersvorsorge vom Oktober 2020: „Unter den 16- bis 25-Jährigen erklärte mit 46,9 Prozent nahezu die Hälfte, Kriterien der Nachhaltigkeit bei geplanten Neuanlagen zu berücksichtigen. Zum Vergleich: Unter allen Befragten waren es 32 Prozent" (S. 68).

Viele CSR und ESG Studien im Überblick: Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature von Hao Liang und Luc Renneboog vom 28.

September 2020: “In this article, we aim to provide a comprehensive review of the literature from the perspectives of corporate finance, asset pricing, investment, and financial markets, and connect finance to broader sustainability issues. …. There is also a large and growing literature on environmental economics especially on climate finance, which is currently not the focus of our review” (S. 26/27). **Mein Kommentar:** Guter Überblick, aber die Interpretation einiger Studien scheint mir nicht ganz objektiv bzw. zu unkritisch zu sein (vgl. Nutzung von „confirm“, „alpha“ Definitionen, Verweise auf „efficient frontier“ und „optimal portfolios“).

Governance Literaturüberblick: Institutional Investors and Corporate Governance von Amil Dasgupta, Vyacheslav Fos und Zacharias Sautner vom 21. September 2020: “In this review article, we provided a comprehensive overview of the role of institutional inv estors in corporate governance (S. 76) u.a. zu Stimmrechtsausübungen und Engagement inclusive Proxy Voting Advisors, Governance Incentives, passiven Investments etc..

Mehr CEO-Macht (und Geld) durch Glück: CEO Power and Luck: Impact of Stock Markets on Building Powerful CEOs von Turk Al-Sabah vom 5. Oktober 2020: “both CEO power and pay correlate positively with luck” (S. 30). … “we find that CEOs are rewarded with more power for luck in weakly governed firms” (S. 29).

ESG Datenchaos: Toward Enhanced Sustainability Disclosure: Identifying Obstacles to Broader and More Actionable ESG Reporting von Dan Esty, Todd Cort, Diane Strauss, Kristina Wyatt und Tyler Yeargain vom September 2020: “This White Paper builds on a survey undertaken by the Yale Initiative on Sustainable Finance of more than 100 public companies – supplemented with extensive interviews with dozens of company executives and outside advisors – aimed at deepening the understanding of corporate ESG reporting practices, challenges, and thinking about how best to track and scorecard corporate sustainability performance. The study and interviews demonstrate the range of reporting practices followed by different companies. They also reveal the desire of many companies for greater clarity and guidance as to which ESG information to disclose and in what formats” (S. 2/3). **Mein Kommentar:** Das ist nicht neu. Es gibt nun einmal sehr viele extrafinanzielle Faktoren, die unterschiedlich gemessen und aggregiert werden können. Das ist besser als einheitlich falsche Kreditratings wie in der Krise 2008. Unternehmen sollten m.E. lieber möglichst viele relevante Daten publizieren anstatt nach einer Regulierung rufen. Das kann dazu führen, dass die aus Unternehmenssicht falschen Daten veröffentlicht werden.

Großanlegerdefizite: Direct Indexing, Green Bonds und Voting/Engagement

Direct ESG Indexing Akquisition? Weekend Reading for Financial Planners (October 10-11) von Michael Kitces vom 9. Oktober 2020: “Morgan Stanley announced that it was buying fund manager Eaton Vance for about $7B … more than half of Eaton Vance’s assets are actually in Parametric overlay services or custom portfolios, where Parametric was an early leader in so-called “Direct Indexing” strategies …., and also has an active customized-indexing offering that allows investors to adapt their portfolios to specific ESG (environmental, social, and governance) filters. … Morgan Stanley will now be well-positioned to offer direct indexing and customized ESG solutions directly to its ultra-HNW clients as investment management continues its evolution” (vgl. Auch Morgan Stanley’s

Eaton Vance deal yields a golden nugget– Parametric–and a means to own the direct-indexing super trend — at a bargain $7 billion von Brooke Southall vom 13. Oktober bei RIABiz; vgl. https://prof-soehnholz.com/direct-esg-indexing-die-beste-esg-investmentmoeglichkeit/).

Staatliche Anti-Additionalität: Die nicht so grüne Bundesanleihe – Warum die grüne Bundesanleihe nicht hält, was sie zu versprechen scheint von Moritz Kraemer vom 8. Oktober 2020 bei Finanzwende: „.. wird die Anleihe zu keinen zusätzlichen Umweltschutzbemühungen führen. Die Finanzierung folgt den Projekten, nicht umgekehrt. …. Normalerweise sollen die Erlöse aus dem Verkauf von grünen Anleihen für zukünftige grüne Projekte verwendet werden. Im Gegensatz dazu werden die Einnahmen aus grünen Bundesanleihen vollständig für grüne Projekte verwendet, die bereits in der Vergangenheit abgewickelt wurden“ (vgl. https://prof-soehnholz.com/absolute-und-relative-impact-investing-und-additionalitaet/).

Sehr wenig und teilweise auch sehr schlechtes Voting: How Big Fund Families Voted on Climate Change: 2020 Edition von Jackie Cook und Tom Lauricella von Morningstar vom 28. September 2020: “Support for resolutions requesting climate-related disclosures, of which there were only 14 in 2020, rose at Fidelity, State Street Global Advisors, and Vanguard but fell at American Funds and BlackRock (BLK) from 2019”. ..”fewer and fewer climate-risk-focused resolutions are coming to vote”. …”On average, the climate-linked key resolutions earned 37% support from shareholders, …BlackRock and Vanguard’s ESG funds voted against the resolution at JPMorgan that missed a majority vote in support by less than 0.5%. This resolution asked the board to explain efforts to reduce greenhouse gas emissions associated with the bank’s lending activities; JPMorgan is considered to be the biggest fossil-fuel lender globally. BlackRock and Vanguard are JPMorgan’s largest shareholders, owning 6.70% and 7.86% of the company, respectively. Had these two supported the issue, the resolution would have passed with more than 60% support”.

ESG Action und ESG Inaction (11-2020)

ESG Action geht wieder auf über 20 Researchberichte ein, u.a. zu Biodiversität, Nahrungsmittelspekulation, ESG-Wellen, Impactinvestments, Diversifikation, Faktorinvestments, Textanalysen, Vertrauen in der Finanzbranche und Verschwörungstheorien.

Umwelt

Schlechte Luft tötet: State of Global Air 2020 – A special report on global exposure to air pollution and its health impacts, vom Health Effects Institute vom Oktober 2020: “In 2019, air pollution ranked 4th among major mortality risk factors globally, accounting for nearly 6.75 million early deaths and 213 million years of healthy life lost. … . In 2019, particulate matter air pollution … contributed to the deaths of nearly 500,000 infants in this age group. The reality is that despite the explosion in data in recent years that have brought intense focus on air pollution, little or no progress has been made toward reducing air pollution and its associated health burden in many regions of the world” (S . 25).

Auch in Berlin et al.: Luftverschmutzung verursacht viele frühzeitige Tode: Health costs of air pollution in European cities and the linkage with transport von Sander de Bruyn und Joukje de Vries Delft von CE Delft vom Oktober 2020: "For all 432 cities in our sample (total population: 130 million inhabitants), the social costs quantified were over € 166 billion in 2018. In absolute terms, London is the city with the highest social costs. In 2018, the loss in welfare for its 8.8 million inhabitants totalled € 11.38 billion. London is followed by Bucharest, with an annual loss in welfare of € 6.35 billion and Berlin, with an annual loss of € 5.24 billion. …. Most of these costs relate to premature mortality" (S. 5).

Guter Überblick zum Biodiversitätsstand in Europa: State of nature in the EU Results from reporting under the nature directives 2013-2018 vom Oktober 2020: "Agricultural activities (and abandonment) and urbanisation are the major pressures for habitats and species, followed by pollution" (S. 8).

ESG Action und ESG Inaction

Banken gegen Biodiversität: Bankrolling extinction: The banking sectors role in the global biodiversity crisis von Portfolio Earth vom Oktober 2020.: "This report shows how banks are funding the destruction of nature. In 2019, the world's largest banks invested more than USD 2.6 trillion (equivalent to Canada's GDP) in sectors which governments and scientists agree are the primary drivers of biodiversity destruction. Importantly, none of the banks assessed have chosen to put sufficient systems in place to monitor or measure the impact of their loans on biodiversity, nor do they have comprehensive policies to halt it. …. This report calls for: Banks to disclose and radically reduce their impact on nature and stop finance for new fossil fuels, deforestation, overfishing and ecosystem destruction. Governments to stop protecting the role of banks in biodiversity destruction and rewrite the rules of finance to hold banks liable for the damage caused by their lending" (S 7).

Anti-Green EU: Decarbonising is easy – Beyond market neutrality in the ECB's Corporate QE von Yannis Dafermos, Daniela Gabor, Maria Nikolaidi, Adam Pawloff und Frank van Lerven von Greenpeace vom 20. Oktober 2020 (Einleitung): „Weit mehr als die Hälfte der von der Europäischen Zentralbank (EZB) erworbenen Unternehmensanleihen (63 Prozent) stammt aus wenigen Sektoren, die mit ihrem CO2-Ausstoß massiv zur Klimakrise beitragen. …. Ausgangspunkt für die Analyse sind die von der EZB im Rahmen ihres Ankaufprogramms CSPP erworbenen Bestände an Unternehmensanleihen mit einem Umfang von 242 Milliarden Euro Ende Juli".

Klimafinanzierung mit Tücken und Lücken: Climate Finance Shadow report 2020 – Accessing progress towards the $100 billion commitment von GROW und Oxfam vom Oktober 2020: "Over a decade ago, developed countries committed to mobilize $100bn per year by 2020 to support developing countries to adapt to the impacts of climate change and reduce their emissions. The goal is a critical part of the grand bargain that underpins the Paris Agreement" (S. 2). "The dubious veracity of reported numbers, the extent to which climate finance is increasing developing country indebtedness, and the enduring gap in support for adaptation, …. are grave concerns. Meeting the $100bn goal on these terms would be cause for concern, not celebration" (S. 3).

Unternehmen mit staatlicher Beteiligung sollten ESG Vorreiter sein: Sustainable and Resilient Finance – OECD Business and Finance Outlook 2020 vom 29. September 2020: "This edition of the OECD Business and Finance Outlook analyses current tools and practices with an emphasis on private finance and investment towards long-term value creation. …. In some cases high "E" scores correlate positively with high carbon emissions, due to the multitude of diverse metrics on different environmental factors and the weighting of those factors. ….Around one-fourth of the largest global companies are entirely or largely state-owned enterprises (SOEs), and these companies can and should serve not only long-term value but also the fulfilment of widely held public policy priorities, including on sustainability measures" (S. 15/16).

Ist Nahrungsmittelspekulation gut? Food Prices, Ethics and Forms of Speculation von Don Bredin, Valerio Poti und Enrique Salvador vom 26. Oktober 2020: "We adopt a behavioural model and data from traders to formally examine the role of speculation in food commodities during the period of financialization. Our results indicate that speculators and manipulators play a consistent, yet relatively minor, role throughout our sample. …. All indications point to a food price spike occurring as a result of the COVID-19 pandemic … Speculators short-term actions are price correcting, while manipulators will push prices away from their fundamental value. While our results point to some indications of a growing role being played by manipulators, it is important to emphasize that it is very small in relation to food price determination" (S. 12/13).

ESG Action und Impact Basics

Gute Einordnung von ESG Definitionen: Finding the Opportunity in ESG – ESG disclosures: the bedrock of the sustainable finance agenda von Invesco vom Oktober 2020: Guter Überblick auch zu UN Global Compact, Sustainable Development Goals, International Integrated Reporting Council, Sustainability Accounting Standards Board, Global Reporting Initiative, CDP Worldwide (formerly Carbon Disclosure Project), Taskforce for Climate-related Financial Disclosures.

Mehr als Voting und Engagement: The Investor's Guide to Impact – Evidence-based advice for investors who want to change the world von Florian Heeb und Julian Kölbel vom CSP vom Oktober 2020: "By investing in corporations, investors might principally seek a financial return, but they are implicitly and explicitly also participating in the impact of their companies on employees, communities, and the planet. … HOW CAN I HAVE INVESTOR IMPACT? … Screen your public equity and debt holdings for transparent ESG criteria. Screening out companies that lag behind on widely accepted business norms (e.g., no child labor and setting climate goals) is more likely to cause companies to improve than screening out entire industries" (vgl. S. 5 und auch https://prof-soehnholz.com/prisc-policy-for-responsible-investment-scoring-die-taxonomiealternative-von-der-dvfa/).

ESG Action und Asset Management

Kommt eine ESG-Welle oder Flut? 2022 The growth opportunity of the century – Are you ready for the ESG change? von PWC Luxemburg vom Oktober 2020: "ESG is nothing less than an all-encompassing shift in the investment landscape; placing financial and nonfinancial

performance criteria on a level playing field. It might have the same, if not a greater, impact than the introduction of UCITS or AIFMD standards. Indeed, the emergence of Sustainable Finance policy in Europe will see a significant impact not only on products (UCITS, AIFs, Discretionary Mandates), but on financial agents (MiFID firms, Insurance brokers) and fiduciary investors (Insurance companies, pension funds) at the same time. The rapid uptick of ESG products is ushering in a paradigm shift across the greater European AWM industry. In Europe alone, in our best-case scenario, we expect ESG fund assets under management (AuM) to account for over 50% of total European mutual fund assets by 2025. This will represent a staggering 28.8% compound annual growth rate (CAGR) from 2019 to 2025" (S. 6). "We believe that, … the performance gap between ESG and non-ESG products will continue to widen, as ESG investment processes become more sophisticated and the increasing impact and social acknowledgment of sustainability risks further shifts investor sentiment in favour of ESG investments" (S. 7). 77% der institutionellen Investoren wollen schon bald (24 Monate) nicht mehr in nicht-ESG Produkte investieren (S. 34). „Our survey indicates that 37% of institutional investors are willing to pay a premium for ESG products, with the majority of them ready to pay between 21 and 40 bps" (S. 35).

Fintech ist gut für Berater: Tech-HeavyRIAs Rise to the Top von Michael Thrasher von RIAIntel vom 19. Oktober 2020: "Most financial advisors "do not use technology extensively" but the ones who do, are more efficient and manage more money, according to a study by Cerulli Associates, a Bostonbased research and consulting firm", (vgl. https://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/).

CO2 Scores sind vertriebsrelevant: Are investors aware of climate-related transition risks? Evidence from mutual fund flows von Juan Reboredoa und and Luis Otero vom 21. Oktober 2020: "The evidence suggests that investors …. allocate more money to funds with low CRS (Carbon Risk Score) values and less money to funds with high CRS values. … We find that low star-rated fund flows are sensitive to climate-related transition risk, whereas flows for four-star and five-star funds occur independently of carbon risk. We also find that flows of SRI funds and of high sustainability funds are more sensitive to climate-related transition risk than other funds" (S. 26/27).

Portfoliomanagement generell, auch ohne ESG Action

Ist Konzentration besser als Diversifikation? Long-term shareholder returns: Evidence from 64,000 global stocks von Hendrik Bessembinder, Te-Feng Chen, Goeun Choi und K.C. John Wei vom 21. Oktober 2020: "We also document that the majority, 56.6% of U.S. stocks and 61.3% of non-U.S. stocks, underperform one-month U.S. Treasury bills in terms of compound returns over the full sample. Focusing on aggregate shareholder outcomes, we find that the top-performing 1.5% of firms account for all of the $US 56.2 trillion in net global stock market wealth creation from 1990 to mid-2020. Outside the US, less than one percent of firms account for the $US 20.1 trillion in net wealth creation" (abstract). **Mein Kommentar:** Obwohl man nur wenige Aktien richtig selektieren müsste, scheinen aktive Manager das nicht gut zu können und passive Fonds zu breit zu diversifizieren.

Entfällt bei richtiger Messung ein weiterer Faktoreffekt? Momentum? What Momentum? Von Erik Theissen und Can Yilanci vom 24. Oktober 2020: " "Momentum portfolios are characterized by high turnover. As a consequence, the factor exposure of momentum portfolios varies over time … The risk-adjusted return of momentum strategies is usually estimated by running a full sample regression of the portfolio returns on a set of factors. This procedure is based on the implicit assumption that the factor exposure of the momentum portfolio is constant. Essentially, the procedure adjusts for the average factor exposure, which may well be close to zero. We propose to adjust for risk at the stock level rather than at the portfolio level. … When we apply it to a broad sample of US stocks covering 1963-2018 we find no significant momentum effect in the full sample or in sub-samples of large, small and micro caps. … Our results imply that the momentum effect may actually be much weaker than previously thought, and that the returns to momentum strategies may, to a large extent, be a compensation for risk" (S. 25, vgl. https://prof-soehnholz.com/faktorallokation/).

Guter Einstieg in Faktoranalysen: Factor Exposure Analysis 101 – Testing the effectiveness and sensitivity of linear regressions von Factor Research vom Oktober 2020: "Linear regression is widely used for factor exposure analysis However, a high R2 and low p-value can be misleading".

Analysten können richtig liegen: Analyst recommendations and anomalies across the globe von Vitor Azevedoa und Sebastian Müller vom 13. Oktober 2020: "We reexamine the value of analyst recommendations and their relation to anomalies using an international dataset over a sample period from 1994 to 2019. Our first central message is that analyst recommendations are much more valuable for international stocks than US stocks. Thus, our evidence suggests that analysts are more sophisticated than previously thought. The breath of our data also allows us to show that recommendations are more predictive of future returns in markets that are less developed and in markets with higher limits-to-arbitrage, as evidenced by short-sale restrictions" (S. 28). …. "analysts are indeed prone to favor overvalued stocks in individualistic countries like the US or in the presence of market-wide sentiment" (S. 29). **Mein Kommentar:** Wenn das stimmt, warum gibt es dann so viel Underperformance aktiver Fonds? Vertrauen Fondsmanager Analysten nicht?

Auch Andrew Lo kann "den Markt" nicht schlagen: Dynamic Indexing and Allocation: Do they Dominate Simple Static Indexing? Von Joseph McCarthy und Edward Tower vom 22. September 2020: "Andrew Lo in his book, Adaptive Markets, advocates an investment product that he names a "dynamic index." He has facilitated the operation of a variant of this dynamic indexation, "dynamic allocation," by founding a company, AlphaSimplex. … On average AphaSimplex funds underreturn portfolios of Vanguard index funds with the same style by 2.54 % age points per year. Some of that is because of expense ratios. Gross of expense ratios the average underreturn is 1.51 % age points/year" (abstract).

Textanalyse kann helfen oder schaden: Do Short Sellers Use Textual Information? Evidence from Annual Reports von Hung Wang Kot et al. vom 16. Oktober 2020: "Using textual data from annual reports and daily shorting volume data from NYSE/Amex/Nasdaq over 2009-2015, we find that more uncertainty and negative words in annual reports are associated with greater abnormal shorting volume. Short selling motivated by textual information negatively predicts stock price reaction around the filing date of 10-Ks. Further

analysis shows that textual information used by short sellers are related to the revisions of analysts' earnings forecasts, changes in firm fundamentals, as well as increasing crash risk subsequently. Our results suggest that textual information in annual reports forms an important part of short sellers' information advantage" (S. 26). **Mein Kommentar:** Ich bin nicht sicher, was Korrelation ist und was kausal ist. Textanalyse z.B. für Nachhaltigkeitsbeurteilungen von Unternehmen halte ich jedenfalls für sinnvoll.

Trustlose Finance Professionals: The Death of Trust Across the Finance Industry von Peter Limbach, Raghavendra Rau und Henrik Schürmann vom 15. Mai 2020: "we document that the level of generalized trust among finance professionals has uniquely declined, significantly more so than the decline of trust in the general U.S. population. The relative decline of trust appears at least partly related to changes in economic conditions in the U.S., the professional environment in the finance industry, and to the level of socialization among finance industry professionals" (S. 24/25).

Anlegerverhalten generell

Anleger beachten Schwanz-Risiken: Do Investors Care About Tail Risk? Evidence from Mutual Fund Flows von Yong Chen und Wenting Dai vom 13. Oktober 2020: "… we observe how fund flows respond to the variation in tail risk across individual funds …. From a sample of more than 3,800 mutual funds over the period 1991-2019, we find strong evidence that investor flows are sensitive to tail risk, in that a high tail risk is associated with significantly lower subsequent fund flows in the cross section. …. Our evidence suggests that investors care about tail risk as a separate factor in the decision-making, over and above the impacts of fund performance" (S. 23/24).

Passiv ist weder völlig gut noch schlecht: The Shift from Active to Passive Investing: Potential Risks to Financial Stability? Von Kenechukwu Anadu, Mathias Kruttli, Patrick McCabe und Emilio Osambela vom 19. Mai 2020: "The past couple of decades have seen a significant shift from active to passive investment strategies .. Some passive strategies amplify market volatility, and the shift has increased industry concentration, but it has diminished some liquidity and redemption risks. Finally, evidence is mixed on the links between indexing and comovement of asset returns and liquidity" (abstract).

Aktien- gegen Anleiheanleger? Bondholders´ returns and stakeholder interests: When are they ligned? von Maretno A. Harjotoa, Andreas G. F. Hoepner, Marcus A. Nilsson vom 26. Oktober 2020: "The bondholders' interests are not aligned with the stakeholders' interests when firms engage in CSR investments (strengths). This result is aligned with the view that bondholders view such investments as a risk shifting by the shareholders" (S. 32). **Mein Kommentar:** Konzeptionell interessant aber m.E. nicht sehr praxisrelevante Studie.

Anleihefonds im Covid-Stress: Financial Fragility in the COVID-19 Crisis: The Case of Investment Funds in Corporate Bond Markets von Antonio Falato, Itay Goldstein und Ali Hortaçsu vom 3. August 2020: "In order to understand the fragility of the asset management sector, we have used rich high-frequency microdata on individual fund flows, returns, and holdings of corporate debt funds and ETFs, and the COVID-19 crisis as a laboratory to evaluate different forces that lead to fragility. We have shown evidence that funds were under

severe stress in the COVID-19 crisis and particularly so those that were illiquid and vulnerable to fire-sales" (S. 25/26).

Unerwünschte Effekte: Mehr "Attention" von (Groß)Anlegern reduziert freiwillige Informationen von Unternehmen: Disclosure and Investor Inattention von Jeremy Bertomeu, Peicong (Keri) Hu und Yibin Liu vom 30- September 2020: "Investors have a finite capacity to organize all information they receive from financial disclosures. ….. for high levels of attention, more attention better identifies, and therefore deters, unfavorable voluntary disclosure. …. using institutional ownership as a proxy for investor attention" (abstract).

Politischer Aktivismus von Großunternehmen zahlt sich aus: Political Activism and Market Power von Elia Ferracuti, Roni Michaely und Laura Wellman vom 10. August 2020: "we document that politically active firms sustain an exceptional increase in market power following periods of high policy uncertainty; this increase in market power eventually translates to higher profitability. Moreover, these effects persist for up to two years. To the extent that increased profit margins over long periods of time may be costly to consumers, our results indicate a potential distortion in competition between politically active and inactive firms. …. we also observe that large, politically active firms sustain the most significant gains in market power, thereby indicating that the increasing difficulty faced by small firms in competing with large firms is at least partially explained by political activism. …. In sum, our results posit that the ability to strategically time large capital investments provides politically active firms with a competitive advantage over inactive industry peers" (S. 30/31).

Sonstiges

Gut gegen Verschwörungstheorien: Katharina Nocun und Pia Lamberty: Fake Facts: Wie Verschwörungstheorien unser Denken bestimmen, Bastei Lübbe 2020: Kapitel 5: Wenn Klimamythen die Zukunft der Welt bedrohen. Kapitel 14: Papa glaubt an Chemtrails? Tipps und Strategien zum Umgang mit Verschwörungsgläubigen.

FALSCHE FINANZTIPPS (11-2020)

Falsche Finanztipps: Über 40 News und Researchberichte zu den Themen Umwelt, Ethik, Vermögenssteuer, Anleihen, institutionellem und privatem Herdenverhalten, teuren ETFs, Faktorinvestments, Staatsfonds, ESG Fondsanbietern und Fonds, falschen Nullen, Greenwashing, Innovationshemmnissen, schlechten Stimmrechtsausübungen, inaktiven Aktivisten, mehr und besseren Modellportfolios und wichtigerem Direct ESG Indexing.

Umfeld und Politik

Vielflieger schaden viel: The global scale, distribution and growth of aviation: Implications for climate change von Stefan Gössling und Andreas Humpe vom November 2020: Highlights: Investigates air transport demand on global, regional, national and individual scales. Estimates that only 2% to 4% of global population flew internationally in 2018. Finds that 1% of world population emits 50% of CO from commercial aviation" (S. 1).

CO2 Chancen und Risiken für die deutsche Autobranche: Zehn klimaschädliche Subventionen im Fokus – Wie ein Subventionsabbau den Klimaschutz voranbringt und den Bundeshaushalt entlastet: Eine Studie des Forums Ökologisch-Soziale Marktwirtschaft im Auftrag von Greenpeace von Ann-Cathrin Beermann et al. vom 11. November 2020: „Abbau der zehn Subventionen haben ein Einnahmenpotenzial von anfänglich 46 Mrd. Euro pro Jahr (ohne Lenkungswirkung) und können Emissionen in Höhe von fast 100 Mio. t CO2-Äquivalent (CO2e) pro Jahr einsparen. Zum Vergleich: Dies entspricht in etwa den jährlichen CO2e-Emissionen des gesamten PkwVerkehrs in Deutschland (96 Mio. t CO2e)". Dazu gehören: Energiesteuerbefreiung Kerosin, Strompreisausnahmen Industrie, Energiesteuerbegünstigung für die Stromerzeugung, Entfernungspauschale, Mehrwertsteuerbefreiung internationale Flüge, Reduzierter Mehrwertsteuersatz auf tierische Produkte, Energiesteuervergünstigung Diesel (Dieselprivileg), Steuervorteile Dienstwagen (Dienstwagenprivileg), Energiesteuervergünstigungen Industrie, Steuerbegünstigung Agrardiesel (S. 4).

Die Weltbank ist Teil des Problems: Weltbank-Jahrestagung: Bank investiert seit Pariser Klimaabkommen über 10,5 Milliarden Dollar in Fossile von urgewald vom 12. Oktober 2020: „Untersuchungen der Umwelt- und Menschenrechtsorganisation urgewald zeigen, dass die Weltbankgruppe seit dem Pariser Abkommen von 2015 mit über 12 Milliarden US-Dollar in fossile Brennstoffe investiert ist, 10,5 Milliarden US-Dollar davon waren neue direkte Projektfinanzierungen für fossile Brennstoffe". **Mein Kommentar:** Ich nutze trotzdem lieber Anleihen von multilateralen Finanzinstitutionen als Staatsanleihen in meinen gemischten Portfolios (vgl. http://www.diversifikator.com). Staaten finanzieren meist noch viel mehr Kritisches.

Umwelt ist viel mehr als CO2: Managing nature-related financial risks: a precautionary policy approach for central banks and financial supervisors von Katie Kedward, Josh Ryan-Collins und Hugues Chenet vom 18. August 2020: "Through its lending, investing and advisory activities, the financial system will also suffer adverse consequences from environmental breakdown. …. in its present form, the financial system threatens to amplify environmental risks and, in some areas, exacerbate the depletion of nature. …. The multi-dimensionality of environmental threats presents extraordinary challenges for financial modelling, far beyond those posed by climate change. The conceptual framework for measuring the associated financial risks lags far behind progress made so far in climate finance and it is not clear that these significant methodological challenges can be overcome within the limited time remaining for transformative action" (S. 23).

CO2e hilft: What is CO2e and how is it calculated? The one term you need to know to understand global warming von Olga Rabo von Cooler Future vom 18. November 2020: "As officially defined by Eurostat, CO2e (also written as carbon dioxide equivalent, CO2 equivalent or CO2eq) is a metric measure that is used to compare emissions from various greenhouse gases on the basis of their GWP by converting amounts of other gases to the equivalent amount of CO2".

Ethik kann mehr Umsätze bringen: The ethical advantage: the economic and social benefits of ethics to Australia von The Ethics Centre und Deloitte vom 29. Oktober 2020: "… the RepTrak Governance Index (a measure of ethical perceptions) .. shows a positive association between return on assets and performance on the Governance Index. Increasing a firm's

performance on the Governance Index by one standard deviation raises return on assets by approximately 7 per cent or around 50% for those firms in the sample. … If Australia was to improve ethical behaviour, which in turn led to an increase in trust, in line with the world's leading countries, average annual incomes would increase by approximately $1,800. This equates to a net increase in total incomes across Australia of approximately $45 billion" (S. 6). **Mein Kommentar**: Es ist wohl ganz gut, dass ich bei meinen direkten Aktienfonds die 50% Länder mit den schlechtesten Rechtssystemen (Rule of Law) ausschließe, darunter Brasilien, China und Russland).

Vermögenssteuer kritisch analysiert: Revisiting the Proposal for a Wealth Tax von Veronique de Rugy und Jack Salmon vom Februar 2020: "Experience from countries that have implemented wealth taxes provides some key lessons: (1) Wealth taxes lower capital stock by encouraging the flight of capital and discouraging investors from coming in; (2) high administrative costs of regular valuations can reduce net revenue so much that wealth taxes rarely yield more than 0.2 percent of GDP; and (3) the macroeconomic effects of implementing wealth taxes often result in reduced economic growth rates and lower wages, which in turn depress tax revenues even further while lowering the welfare of many households" (S. 10).

Falsche Finanztipps: Investments generell

Finanzaufsicht sieht sehr hohe Marktrisiken: European Securities and Markets Authority risk dashboard vom 11. November 2020:Recent market "developments highlight the ongoing risk of decoupling between asset valuations and economic fundamentals. Hence the potential for a sudden reversal in investor's risk assessment is the key risk we see for EU financial markets currently and we thus maintain our risk assessment. Going forward, we see a prolonged period of risk to institutional and retail investors of further – possibly significant – market corrections and see very high risks across the whole of the ESMA remit".

Sichere Geldanlagen sind nicht unbedingt sicher: The Risks of Safe Assets von Yang Liu, Lukas Schmid und Amir Yaron vom September 2020: "Through a liquidity channel an increase in government debt improves liquidity and lowers liquidity premia by facilitating debt rollover, thereby reducing credit spreads. Through an uncertainty channel, however, rising government debt creates policy uncertainty, raising credit spreads, default risk premia, and expected corporate bond excess returns and eventually leads to rising costs of firms' debt financing. … To the extent that public debt may become unsustainable in such an environment, our model suggests that increasing 'safe' asset supply can be quite risky" (S. 39). **Mein Kommentar:** Retailanlegern empfehle ich seit vielen Jahren grundsätzlich lieber Tagesgeld statt Anleihen zu nutzen.

Sind soziale Interaktionen wichtiger als Ratio? Social Finance von Theresa Kuchler und Johannes Stroebel vom 5. November 2020: "We review an empirical literature that studies the role of social interactions in driving economic and financial decision making. …. evidence that social interactions affect the stock market investments of both retail and professional investors as well as household financial decisions such as retirement savings, borrowing, and default" (abstract).

Negatives institutionelles Herdenverhalten? Does Social Interaction Spread Fear among Institutional Investors? Evidence from COVID-19 von Shiu-Yik Au, Ming Dong und Xinyao Zhou vom 27. October 27: "This paper shows that COVID-19 reduced stock holdings in counties with high levels of the disease during 2020Q1. Further, fund managers do indeed receive information shared through social connections. Finally, the results indicate that the social connections made fund managers more vulnerable to salience bias during this episode; fund managers acted on the information from social connections but used the information to make poor trades due to the salient fear of COVID19".

Lieber zu Tagesende handeln? Index-based Investing and Intraday Stock Dynamics von Yiwen Shen und Meiqi Shi vom 9. November 2020: "In the recent decade, the realized correlation starts low in the morning and increases near the market close; the realized betas of different stocks start dispersed and generally move towards one at the end of trading session. Besides, we find the trading volume is more volatile across days in the morning than that in the afternoon. These patterns confirm our hypotheses on the implication of index-based strategies, which have become more prevalent in the recent decade" (S. 36).

Institutionelle Anleger sorgen für bessere Informationen: Finding the Narrative in the Numbers: Long-Term Investors' Demand for Accounting Information von Federico Siano vom 24. Oktober 2020: "In this paper, I offer extensive empirical evidence about how numbers within the text of the voluntary disclosure system synthesize qualities of information that are especially relevant to long-term institutional investors" (S. 27). "… show that the prevalence of quantitative information within the text of corporate reports (i.e., Numbers/Words) is strongly and positively related to long-term institutional ownership" (S. 28).

Robinhood und Hedgefonds profitieren von naiven Anlegern: Attention Induced Trading and Returns: Evidence from Robinhood Users von Brad Barber, Xing Huang, Terrance Odean und Chris Schwarz vom 23. Oktober 2020: "… we show during Robinhood outages that there is a significant decline in retail market participation….. We first show that trading by Robinhood investors is more concentrated than other retail investors. This concentrated trading by Robinhood users into attention grabbing stocks is likely encouraged by the way information is presented by the Robinhood app… . Often concentrated trading turns into herding events that leads to return reversals. …. These reversals seem to be well known as stocks Robinhood users herded into attracted significant short interest. … Fintech providers can simplify investing and thereby perhaps encourage participation in financial markets. However, the simplified user interface influences investors decision" (S. 22).

Viele Anleger nutzen zu teure ETFs: (Sub)Optimal Asset Allocation to ETFs von David Brown, Scott Cederburg und Mitch Towner vom 6. November 2020: "Investors invest more capital in lower-fee, higher-liquidity ETFs on average, consistent with expectations. However, ETF age has a significantly larger association with ETF size, consistent with first-mover advantages playing a large role in capital allocation across ETFs … we estimate the total cost to investors of using high-fee, low-liquidity ETFs in the U.S. equity ETF market to be $1.1 billion to $17.5 billion since 2000" (S. 27).

Faktor-Investing kann man einfach schönrechnen: The World of Anomalies: Smaller Than We Think? Von Fabian Hollstein vom 22. September 2020: "I find that up to 56% of the anomalies replicate under a single-testing framework with equally weighted returns. However, most of these anomalies appear to be little more than artifacts of the data, as they are caused mainly by tiny stocks. Mitigating the effect of such microcap stocks and accounting for multiple testing biases, the vast majority of anomalies yields insignificant long–short returns across all regions" (S. 26).

Diversifizierte Low-Vola-Strategien sollen noch funktionieren: The low volatility anomaly in equity sectors – 10 years later! Von Benoit Bellone und Raul Leote de Carvalho von BNP Asset Management: "Ten years after showing that the low volatility anomaly in the performance of stocks is a phenomenon that should be considered in each sector as opposed to on an absolute basis ignoring sectors, we now show that in the last decade, this observation has held up well, and that if anything, it has become even more valid. Our results again show how important it is for a low volatility equity portfolio to be diversified and invested in the least volatile stocks of all sectors. The objective of blindly minimising volatility, resulting in strong biases towards only a small number of the least volatile sectors, should not be the aim of a low volatility equity strategy. As an example, in the last 10 years, such strategies would have avoided the least volatile stocks from the information technology sector. These turned out to have some of the highest risk-adjusted returns despite not being the least volatile on an absolute basis" (S. 9).

Noch eine interessante Faktoranalyse zu Low-Volatility: The risk-free asset implied by the market: medium-term bonds instead of short-term bills von David Blitz von Robeco vom 25. Februar 2020: "A simple theoretical derivation leads to the testable prediction that stocks with low equity betas should then exhibit a positive exposure to bond returns, while stocks with high equity betas should exhibit a negative exposure to bond returns. More specifically, the model predicts an inverse linear relationship between equity betas and bond betas. Testing this prediction on a comprehensive sample of widely used factor and industry portfolios we find strong empirical evidence in support of this theoretical prediction" (S. 13). **Mein Kommentar:** Ich schließe bei meinen Aktienportfolios die 25% Aktien mit den höchsten Verlusten. Das war bisher ziemlich gut.

Trendfolge ist schwierig geworden: Breaking Bad Trends von Ashish Garg, Christian Goulding, Campbell Harvey und Michele Mazzoleni vom 11. Juni 2020: "Recent years have exhibited more turning points across assets and asset classes and, therefore, fewer periods of sustained uptrend or downtrend (i.e., bull and bear markets) across all assets, those phases in which trend following is most effective" (S. 13). **Mein Kommentar:** Gute Problemanalyse, aber ich in skeptisch, ob die neue Lösung künftig funktioniert.

Wenig Performancepotential für Währungssstrategien: Currency Anomalies von Söhnke Bartram, Leslie Djuranovik und Anthony Garratt vom 16. November 2020: This paper studies, for the first time, all widely used systematic cross-sectional trading strategies in currency markets that can be constructed with publicly available data … trading profits significantly decrease and even disappear after the underlying academic research has been published. …. , despite currency predictors being widely documented and the information publicly available, analysts appear to make systematic mistakes. … Overall, this paper paints a picture of relatively efficient global currency markets" (S. 35/36).

Falsche Finanztipps: ESG investments

Viel Staatsgeld mit ESG Ansatz: The Rise of state-owned investors: Sovereign wealth funds and public pension funds von William Megginson, Diego Lopez Global und Asif Malik vom 29. Oktober 2020: "Both SWFs and PPFs have grown significantly in size and risk appetite during the past 12 years, becoming the world's most prominent group of investors into private equity and other alternative asset classes. … over three quarters of SWF capital comes from countries known for political repression. … Today, SOIs seek to change their image as unregulated funds for one of responsible allocators and impact investors increasingly concerned about ESG risk factors" (s. 21/22).

Mehr nachhaltiges als traditionelles Geld: Nachhaltigkeitsfonds bleiben auf Wachstumskurs von Hortense Bioy von Morningstar vom 5. November 2020: „ESG-Fonds sammeln im dritten Quartal 40 Prozent aller Neugelder in Anlagefonds und ETFs europaweit ein. Zahl der Neuauflagen auf historischem Hoch. Es werden immer mehr Misch- und Rentenfonds mit ESG-Mandat aufgelegt … nachhaltige Aktienfonds (haben) in jedem der letzten 12 Quartale positive Zuflüsse verzeichnet .., während konventionelle Aktienfonds eine deutlich niedrigere Nachfrage sahen bzw. sogar hohe Abflüsse verzeichnen mussten. In den vergangenen neun Quartalen gab es nur ein Quartal, in dem die Zuflüsse nachhaltiger Aktienfonds niedriger waren als die konventioneller Aktienfonds".

Detaillierte ESG-Infos für 139 Asset Manager: ESG-Kapazitäten der Asset Manager – Nachhaltig gerüstet in fondsprofessionell 3/2020 vom 5. Oktober 2020: „Die Nachfrage nach Öko- und Ethikfonds steigt rasant, während die „herkömmlichen" Geldanlageprodukte zunehmend an Relevanz verlieren."

Tools für Nachhaltigkeitsvergleiche von Fonds: Vergleichsportal für ESG-Fonds kommt nach Deutschland von fondsprofessionell vom 18. November 2020: „Privatanleger können über das Portal neun soziale und ökologische Aspekte wählen. Dazu zählen sowohl Positivkriterien wie „grüne Technologien" oder „Bildung und Gesundheit" sowie Ausschlüsse wie „Kohle", „Nuklearenergie", „Waffenproduktion" oder „Kinderarbeit". Derzeit seien auf Cleanvest insgesamt rund 4.000 in Deutschland und Österreich zugelassene Fonds aufgeführt … startete im Oktober das Informationsportal „MainFairMögen", hinter dem die gemeinnützige Initiative „2-Grad-Investing". Diese richtet sich mit ihrer rund 8.000 Fonds umfassenden Datenbank an Verbraucher wie auch deren Berater".

Immer mehr ESG Indizes: ESG and Fixed-Income Indices Surge in 2020 von Rick Redding von der Index Industry Association vom 2. November 2020: "our members administer approximately three million indices … The number of indices measuring ESG criteria grew by more than 40% in the past year. …. New participants continue to enter a competitive space .."

Sustainable Development Goals mit Telekoms erreichen: A $2 Trillion Plan to Bring Two Billion More People into the Digital Age von Vaishali Rastogi, Wolfgang Bock, Maikel Wilms, Justine Tasiaux und Kar Min Lim von der Boston Consulting Group vom 11. September 2020: "Unfortunately, as the world increasingly moves online, the digital divide between people who don't have access to high-speed internet connectivity and those who do

has also become more apparent" (S. 1). "Reducing the digital divide by half over the next five years will require a $2.1 trillion investment, according to our research" (S. 2). "Two kinds of concurrent investments are necessary: investments in deploying and operating the infrastructure, and investments to support internet adoption" (S. 15). **Mein Kommentar:** Ich nutze Telekommunikations-Infrastruktur für meine Impact/SDG Aktienportfolios, weil ohne eine solche Basis viele positive Digitalisierungsentwicklungen nicht möglich wären.

Kritik an Finanztip ESG-Empfehlungen: Nachhaltige Geldanlagen Aktien kaufen mit gutem Gewissen von Hendrik Buhrs und Sara Zinnecker vom 6. November 2020 bei Finanztip: „Einen einfachen Einstieg in die ethische Geldanlage bieten günstige Aktien-Indexfonds (ETFs). Damit beteiligen Sie sich an den größten Unternehmen weltweit, die auf die Umwelt, Produktionsbedingungen und faire Unternehmensführung achten. Ausgeschlossen sind dagegen Unternehmen, die zum Beispiel Kinder- oder Zwangsarbeit zulassen oder Waren herstellen. Andere „grüne" Anlageformen sind entweder deutlich teurer als Indexfonds oder zu riskant". **Mein Kommentar:** Einigem kann ich zustimmen. Bei dem schlechten Voting/Engagement von Blackrock sollte man aber iShares ETFs nicht unbedingt empfehlen. Zudem sollte darauf hingewiesen werden, dass Ausschlüsse selten 100%ig sind, sondern oft noch Umsatz mit „ausgeschlossenen" Aktivitäten erlaubt wird. Außerdem sind die 5-Jahres Mindesttrackrecord- und die 100 Millionen Volumensmindestanforderungen bei streng regelbasierten passiven Investments für Normalanleger unnötig. Bei Ökofonds wird auf eine erforderliche Mindeststreuung hingewiesen, das halte ich allenfalls für Stand-Alone, nicht aber für Ergänzungsinvestments für wichtig. Modellportfolios werden gar nicht erwähnt. Meine Global Equities ESG Portfolios (ww.diversifikator.com) sind mit 5 bzw. 30 Aktien nutzen sehr strenge Nachhaltigkeitskriterien und sind deshalb relativ konzentriert. Die Performance seit dem Start Ende 2016 bzw. Anfang 2017 ist aber sehr gut.

Falsche Finanztipps: ESG Analyse und Reporting

ESG Sentimentanalyse bringt kaum Vorteile: Corporate ESG News and The Stock Market von Walid Taleb et al. von Amundi vom Oktober 2020: "… the information contained in ESG-related news for corporates has not been entirely exploited by institutional and long-only investors. … one of the issues with ESG is the low frequency of scores updates. …. we analyze ESGsorted portfolios in investment universes filtered by ESG news volume" (abstract). … "It seems that there is a partial issue with the Efficient Market Hypothesis where investors interested in ESG could be considered as 'insiders' to ESG news while other participants to the markets choose to keep qualifying ESG as 'extra-financial'. …. For the moment, we analyze that for both Eurozone and North America, ESG sentiment does not qualify as a factor" (S. 25). **Mein Kommentar:** Ich bin skeptisch, ob man sogenannte ESG Incidents für das Fondsmanagement nutzen sollte. Dabei handelt es sich zum Teil um nicht bestätigte bzw. schwer zu quantifizierende Neuigkeiten. Wenn diese sich materialisieren, sollten sie aber ESG Ratings beeinflussen. Und die sollten im Fondsmanagement berücksichtigt werden. Ich nutze fast nur ESG-Ratings für die Aktienselektion. Das hat sich sehr gut bewährt (vgl. ESG-Portfolios 1-9/20: Deutsche Aktien performen besonders gut – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Zero ist selten Null: Global corporate net zero drive ‚resembles Wild West', BNEF warns von Michael Holder vom 13. November 2020: "Bloomberg NEF … looked at 30 major

corporates that have announced net zero goals across the utility, fossil fuel, technology, and materials sectors, but found huge variation in the level and scope of ambition, concluding that „no two net zero targets are the same." … „Carbon credits will play an essential, but controversial, role in hitting net zero," the report states. „Initiatives will generally only accept credits that remove or sequester carbon. Credits that come from offsetting, such as energy generation and clean cook stoves, won't make the cut."

CO2 Emissionen sollten transparenter werden: Green Data or Greenwashing? Do Corporate Carbon Emissions Data Enable Investors to Mitigate Climate Change? Con Vitali Kalesnik, Marco Wilkens und Jonas Zink vom 2. November 2020: "We show that about half of the current emissions data are reported directly by companies. …. Our findings suggest that the status quo, in which GHG reporting is voluntary and data providers estimate the missing data, is inadequate for investors. This inadequacy leads to a significant reduction in the impact of investors' actions as they attempt to mitigate climate change. The potential for greenwashing is high" (GHG: Green House Gases, S. 33/34).

Weniger Innovation wegen mehr Reporting? Reporting Regulation and Corporate Innovation von Matthias Breuer, Christian Leuz und Steven Vanhaverbeke vom August 2020: "We find evidence that requiring firms to publicly disclose their financial reports reduces firms' innovation incentives. … Our evidence indicates that reporting mandates redistribute existing rents from innovating firms to other firms (e.g., competitors, customers, or suppliers), typically larger ones" (S. 41).

Falsche Finanztipps: Voting und Engagement

Blackrock und Vanguard sollten mehr für das Klima tun, statt nur darüber zu reden: Climate in the Boardroom – How Asset Manager Voting Shaped Corporate Climate Action in 2020 von Majority Action vom September 2020: "BlackRock and Vanguard, the world's largest asset managers and largest shareholders of the vast majority of S&P 500 companies, continue to undermine global investor efforts to promote responsible climate action at these critical companies–even as they publicly tout their commitment to addressing the climate crisis" (S. 4). …. BlackRock voted against 10 of the 12 of the shareholder proposals flagged by the $47 trillion Climate Action 100+ investor coalition, despite joining that coalition earlier in 2020, undermining the largest global investor efforts for accountability and transparency in the energy, utility, industrial and automotive sectors. … In contrast, other large asset managers are choosing to set and enforce policies to hold corporate boards accountable if climate-related concerns are not adequately addressed. …. But aside from a small number of votes, market leaders BlackRock and Vanguard overall chose to continue to shield management across these climate-critical sectors in the U.S. from accountability, serving as a roadblock for global investor action on climate" (S. 5).

Inaktive Aktivisten: Review of Shareholder Activism – Q3 2020 von Lazard's shareholder advisory group: "Q3 2020 represented the lowest level of quarterly activist activity since 2013 … 50% of Q3 campaigns featured an M&A objective" (S. 1).

Hedgefondsaktivisten können gute Freunde sein: Institutional Investors and Hedge Fund Activism von Simi Kedia, Laura Starks und Xianjue Wang vom 20. April 2020: "… we study

differences among institutional investors in their propensity to support hedge fund activists and how these differences impact the success and the value created from hedge fund activism. … results are consistent with a role for the activism-friendly institutions in helping the hedge fund activist push for changes in the firm and subsequent increases in target firm value".

Falsche Finanztipps: (ESG) Modellportfolios

Modellportfolios werden wichtiger (Kitces 1): The Latest In Financial #AdvisorTech (November 2020) von Michael Kitces vom 2. November: "One of the hottest trends of the past 4 years has been the rise of the so-called "Model Marketplace", where advisors receive a list of prospective model portfolios they can use with their clients, and in theory with as little as two clicks of a mouse button – one to select the model portfolio, and the second to implement it in the client's account – can get the client up and running with a diversified portfolio. … model marketplaces also reflect a broader battle underway in the industry – where advisors are disintermediating mutual fund and other third-party asset managers by using technology to manage their own (largely ETF) portfolios, ETF providers are trying to figure out how to distribute models to advisors as a way to get them to use the asset manager's ETFs (by including their own ETFs in the pre-built model), and advisor platform intermediaries … are trying to figure out how to get a piece of the pie that they're losing when advisors eschew mutual funds ….". **Mein Kommentar:** Schade, dass in Deutschland bisher noch keine günstigen Modellportfoliomarktplätze angeboten werden außer dem von meiner Firma Diversifikator.

US Robo-Advisors ESG Portfolios rentieren gut: The Robo Report ™ Third Quarter 2020 von Backend Benchmarking vom Oktober 2020 mit vielen Informationen zum US Robo Markt, u.a. "Socially Responsible Investing (SRI) options at robos have maintained their strong performance. For every pair of SRI and standard robos, the SRI portfolios had better equity performance over the 2-year period despite higher fees for the underlying funds" (S. 3). Wie das für die deutschen ESG Roboangebote aussieht, weiß ich nicht (vgl. Robo-ESG: Verantwortungsvolle Online-Investments im Vergleich (Update 3) – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)).

Bessere ESG Modellportfolios als in den USA? Gatekeepers wrestle with ESG construction conundrums von Nicole Piper von Citywire USA vom 26. Oktober 2020: "ESG model portfolios are growing in popularity … In an ESG model, however, managers may be newer, smaller, and more niche, limiting the options available for gatekeepers … Another challenge is the predominance of large-cap managers in the ESG space …. Finally, the biggest hurdle to ESG as a concept also poses a conundrum for gatekeepers: how to define ESG and, therefore, its models …. **Mein Kommentar:** Mit meinen zahlreichen ETF- (seit 2015) und Aktien- (seit 2016) ESG Portfolios hat mein Unternehmen Diversifikator sowohl genügend (guten) Track Record, eine breite Portfolio-Auswahl und auch einheitliche (und strenge) ESG Regeln und das Ganze zu günstigen Konditionen. Auf Anfrage sind auch (regelbasierte) Mid- und Small-Cap Portfolios möglich.

Wealthtech und Advicetech

Onboarding ist sogar noch schwieriger geworden: The Battle to Onboard 2020: The impact of COVID-19 and beyond von Signicat vom November 2020: "In 2016, we found that 40% of consumers had abandoned digital bank applications. This had reached 38% in 2019 and in 2020 is now at 63%- -An increase of 23 percentage points in abandonment rates …" (S. 6).

Hybride B2C-Modellportfolioplattform von UBS: UBS banks on hybrid digital platform to boost millionaire business von Brenna Hughes Neghaiwi bei Reuters vom 18. November 2020: "Its My Way system has attracted $1 billion since launching to Swiss domestic clients in May". … "UBS is aiming to net $5 billion in assets through international expansion of its digital portfolio management system, looking to attract millionaire clients through increased digitalisation".

Neue B2B-Modellportfolioplattform von Fidelity USA: Fidelity's new technology could help more advisors offer managed accounts von Ryan Neal von Financial Planning vom 17. November 2020: "Assets in managed accounts are expected to reach $11 trillion by 2023, up from $7.5 trillion at the end of 2019, according to Cerulli Associates data".

Direct Indexing wird wichtiger (Kitces 2): The Latest In Financial #AdvisorTech (November 2020) von Michael Kitces vom 2. November: "The concept of "Direct Indexing" has been around for more than 20 years, since early pioneers like Parametric began to offer their ultra-HNW clients a deconstructed version of the S&P 500 index by owning each of the individual stocks *of* the S&P 500 to facilitate their clients' ability to engage in tax-loss harvesting (especially valuable at ultra-HNW clients' top tax brackets) on each individual stock …. such strategies were *only* available to HNW investors … However, over the past decade, the rise of fractional share investing …. have made such Direct Indexing solutions available to much-smaller portfolios… and when coupled with the recent emergence of "ZeroCom" (the widespread availability of zero-commission stock trading), raises the question of whether soon advisors and investors will just eschew index funds altogether and just purchase the "direct-indexed" version without the mutual fund or ETF wrapper fee at all. Of course …. popular index funds like the S&P 500 have already become so commoditized that they are available for a nearly "negligible" cost of just a few basis points, while it still costs at least *some* money to offer and operate direct indexing software, resulting in skeptics … But this month, Morgan Stanley announced that it was acquiring Eaton Vance, which …. had more than 50% of its $500B of AUM in direct indexing solutions through its subsidiary… Parametric, … Which means Morgan Stanley …. has acquired the largest dominant player in the direct indexing space – as Parametric had by some estimates a 75%+ market share in direct indexing already …. as well as further expand Parametric's "Custom Core" offering, an extension of direct indexing where investors not only hold the components of the underlying index but then modify them to fit personal preferences (e.g., by under- or overweighting investment factors, or screening out undesired stocks in an ESG overlay). …. because Morgan Stanley …. is concentrated in the ultra-HNW investing space …, it seems unlikely that the acquisition will be the catalyst that 'democratizes' direct indexing for the masses …." (vgl. Direct ESG Indexing: Die beste ESG Investmentmöglichkeit auch für Privatkunden? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)).

MENSCHENRECHTE UND MEHR (12-2020)

Menschenrechte und mehr: Über 30 Researchbeiträge auch zu Migration, Klima, Purpose, Incentives, ESG Bubble, guten schlechten ESG Ratings, Voting, Engagement, Divestments und diversen Wealthtech-Themen:

Menschenrechte und mehr: Umfeld allgemein

In fast eigener Sache: **Migrationshintergrund relativiert:** The social participation of children with migration backgrounds von Julia Söhnholz vom Dezember 2020: "… whether and how children with migration backgrounds engage in social participation …. is related to … socioeconomic class, the number of siblings living in the household, parents' and friends' valuation of the child's opinion and having a mobile phone" (S. 99). … "migration backgrounds are not a useful explanatory meta-narrative and an overemphasis on migration backgrounds risks to reproduce dominant divisions in society. Instead, for German society where every fourth person has migration backgrounds, it is crucial to ensure equal opportunities for social participation for all members of society" (S. 101). **Mein Kommentar:** Das ist die Masterarbeit meiner Tochter auf Basis von umfassenden Daten von World Vision. Ich hoffe, dass sie einen guten Job findet.

Schlaue Berater wissen, wie Net-Zero funktoniert: Net-Zero Europe Decarbonization pathways and socioeconomic implications von McKinsey&Company vom 3. Dezember 2020: "We find that the European Union could achieve net-zero emissions by 2050 at a net-zero cost. The investments and cost savings would be higher in some sectors and countries than others. However, if the cost increases and savings of decarbonization were passed through to households, the aggregate cost of living for an average household in a climate-neutral European Union nation would be roughly the same as it is today. Middle- and lower-income households would see some savings, while high-income households may experience a small cost increase. And the value of the stranded assets resulting from the transition would total €215 billion. In the following sections, we break down the cost-optimal pathway by sector, region, technology, and energy and land-use system" (S. 16). "Achieving the European Union's climate goals would require a substantial departure from the current trajectory" (S. 17).

Blackrock et al. finanzieren sehr CO2 schädliche Projekte: Bericht über fossile Megaprojekte: Finanzindustrie sprengt das globale Kohlenstoffbudget von Urgewald vom 10. Dezember 2020: "Together, these 12 projects are expected to cause at least 175 gigatons of additional CO2 emissions … This is almost half of the 395 Gt of remaining carbon budget to limit global warming to 1.5° with a 50% probability. … The report finds that financial institutions have provided $1.6 trillion in loans and underwriting since January 2016 and, as of August 2020, invested $1.1 trillion in bonds and shares in the 133 companies driving the 12 fossil fuel expansion projects … With bonds and shares worth $110 billion, BlackRock (USA) is the top investor in the report's coal, oil and gas companies. Vanguard (USA) is following closely behind with $104 billion in bonds and shares. State Street (USA) is in third place with $50.8 billion, followed by Capital Group (USA) with $48.4 billion. Only four of the top 20 investors are not from the US: the Norwegian Government Pension Fund with $31.9 billion in fifth place, UBS (Switzerland) with $11.8 billion in 11th place, Deutsche

Bank (Germany) with $10.4 billion in 19th place and Legal & General (UK) with $9.8 billion in 20th place" (S. 6).

Carbonpricing mit weniger Nachteilen als erwartet: Distributional Impacts of Carbon Pricing: A Meta-Analysis von Nils Ohlendorf, Michael Jakob, Jan Christoph Minx, Carsten Schröder, Jan Christoph Steckel vom 13. November 2020: "Based on a comprehensive, systematic and transparent screening of the literature, our sample comprises 53 empirical studies containing 183 efects in 39 countries. Results indicate a signifcantly increased likelihood of progressive distributional outcomes for studies on lower income countries and transport sector policies. The same applies to study designs that consider indirect effects, demand-side adjustments of consumers or lifetime income proxies (abstract).

Geldanlage allgemein

Sehr falsche Anreize für Banker: Executive Stock Options and Systemic Risk von Christopher Armstrong, Allison Nicoletti und Frank Zhou vom 21. September 2020: "We find that bank executives' portfolio vega causes systemic risk that manifests only during economic downturns. We also document that vega motivates bank managers to take actions that contribute to the build-up of systemic risk …" (S. 32).

Einige Fondsanbieter profitieren zu Lasten von Anlegern: The Unintended Consequences of Investing for the Long Run: Evidence from Target Date Funds von Massimo Massa, Rabih Moussawi und Andrei Simonov vom 7. Dezember 2020: "We study how asset managers behave when shielded from liquidity constraints and their investors' short-term needs. … analyses document that asset managers exploit lower investor attention and deliver lower performance (around 2.9 basis points per year of distance from the target horizon). The long-term performance reduction is economically significant at -21% for an average investor holding the fund for 50 years. … Moreover, the longer the horizon, the higher the total fees the asset managers charge, partly because of TDFs investing in more expensive fund share classes of underlying funds" (abstract).

DWS pro passiv? A New Decade: Long for Longer? Von Olivier Souliac und Lukas Ahnert von der DWS vom Januar 2020: "The dispersion of asset class returns has reached new lows since 2013 (see Figure 2), arguably mitigating the performance impact of taking nuanced views between markets and potentially not holding the highest returning or avoiding the lowest returning assets. Not all assets are created equal, but the opportunity cost of not being invested continues to be substantial: the ratio between high performing and low performing asset classes is still clearly skewed towards the high performing ones" (S. 2). **Mein Kommentar:** Mein Weltmarktportfolio müsste danach das fast perfekte Portfolio sein, vgl. z.B. hier Warum sich das Weltmarktportfolio so gut entwickelt – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Sind professionelle Anleger irrationaler als private? Momentum, Reversals, and Investor Clientele von Andy Chui, Avanidhar Subrahmanyam und Sheridan Titman vom 1. Oktober 2020: "The momentum effect refers to the phenomenon that stocks performing best in the recent past tend to perform well in the future. …. The risk-based explanations are based on the idea that those stocks performing the best in recent months are in some sense riskier

than their counterparts performing the worst …. The behavioral explanations posit that the momentum effect arises from the cognitive biases of investors …" (S. 1). … "The Chinese A- and B-share markets provide a unique setting to investigate how the composition of investors influences return patterns. Trading in the A share market is dominated by domestic investors, whereas foreign institutional investors have a larger presence in the B share market. Since domestic institutions cannot own B shares, institutional ownership in such shares is exclusively foreign. This indicates that investors in B shares are more sophisticated than those in A shares. Our most striking finding is that, for those firms issuing both A and B shares, momentum is only present in B shares and not in A shares …" (S. 26/27).

Listed Real Estate (LRE) ist attraktiv: Features and trends in European listed real estate von Ali Zaidi und Sergiy Lesyk von EPRA und FTSE Russell vom November 2020: "The European LRE sector plays an important role by offering access to an asset class that requires high capital requirement and is highly specialized. Academic studies suggest that there is a high correlation between LRE and direct property over the longer term. In addition, evidence has emerged that challenges the perception of LRE returns being more volatile. Through de-lagging and using actual return data, LRE returns have demonstrated lower volatility, although price volatility in the short term remains inevitable due to public market movements. Diversification in terms of property sectors and geography is achieved in the most cost-efficient manner through the listed sector" (S. 21). Vgl. auch Erstes konsequent verantwortungsvolles ESG-Portfolio aus Immobilienaktien – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Nichtfinanzielle Faktoren sind sehr wichtig: The power of firm fundamental information in explaining stock returns von Shuai Shao, Robert Stoumbos und Frank Zhang vom November2020: "Even though earnings have come to explain less of the annual return over time, we find that firm fundamental information still explains … around 20% of the annual return" (S. 34).

Menschenrechte, ESG Daten und Ratings

Gute Tipps, wie Unternehmen besser werden können: Leading with a sustainable purpose von Ben Kellard et al. University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership vom November 2020: "This report distils shared insights into how four leading companies developed, aligned and integrated a purpose and strategy to transition to a sustainable economy. This is intended to inspire and inform any leader, in any organisation that is seeking to align and integrate their purpose and strategy with a sustainable economy. Based on the experiences of five leaders it captures ten principles. Each principle has practices that describes how it can be achieved" (S. 3). **Mein Kommentar**: Auf www.diversifikator.com ist jetzt auch der Purpose dokumentiert.

Interessante Klimainfos für Anleger: Guide to climate investing -The investor handbook for low-carbon portfolio von Lyxor vom November 2020.

Multilaterale Entwicklungsbanken können mehr fürs Klima tun: E3G Public Bank Climate
Tracker Matrix von Sonja Dunlop, James Hawkins, Zacharias Malik und Johannes Schroeter

von E3G vom Dezember 2020: “Our Matrix is designed to provide shareholders, the banks themselves and civil society with a shared understanding of how to accelerate the transformation of each bank into a climate champion. It aims to translate the technical and obscure into a simple, easy to understand traffic light system”. **Mein Kommentar:** Ich präferiere trotzdem Anleihen solcher Organsiationen gegenüber Staatsanleihen.

Nahrungsmittelhersteller müssen noch viel für bessere Menschenrechte tun: 2020 Food & Beverage Benchmark Findings Report von KnowTheChain vom 14. Oktober 2020: “finds that the majority of the 43 largest global food and beverage companies fail to address forced labor in their supply chains ….. The average score in the sector is 28/100, with a score range of 0 to 65”.

Menschenrechtslücken in Unternehmen und Engagementgrenzen: Corporate Human Rights Benchmark von der World Benchmarking Alliance vom Dezember 2020. :“In March 2020, a group of 176 international investors representing over USD 4.5 trillion in assets under management sent a letter to the 95 companies that failed to score any points on the human rights due diligence indicators in the 2019 CHRB assessment, calling for urgent improvement. Of those 95 companies, only 16 have improved on human rights due diligence this year, with 79 still failing to score any points on the related indicators. Of companies assessed for the first time in 2020, 70% also failed to score any points in this area of the assessment” (S. 9).

Hilfreiche Infos zu Menschenrechten: Why and how investors should act on human rights von den Principles for Responsible Investing vom 22. Oktober 2020: “With regulation on human rights due diligence already implemented in some jurisdictions, more measures in the pipeline and policy making converging around the UNGPs and OECD standards, investors can future-proof their approach to ESG issues by implementing these frameworks now” (S. 4).

Quantifizierte Menschenrechte: Values & Valuations – A comprehensive compilation of quantitative human rights indicators for companies von Laura Franken ecosense vom August 2020: “ …many guidelines on human rights policies, risk analyses, measures, and repo□ting have already been developed. Most of these guidelines are qualitative in nature. …. While acknowledging that quantitative indicators have limits, are difficult to assess, and do not replace a human rights due diligence, this paper nonetheless attempts to describe a set of quantitative human rights indicators relevant for companies. …. It can be downloaded as an Excel spreadsheet” (S. 4).

ESG Transparenz kann noch dauern: Sense and Nonsense in ESG Ratings von Ingo Walter von 11. November 2020: “We assess the industrial organization of the ESG ratings industry and review key empirical studies of ESG-driven investing. We conclude with policy recommendations intended to alleviate existing shortcomings in ESG ratings and improve their role in capital allocation and corporate governance” (abstract). … “Data, ESG target specification, assumptions, adjustments for missing data, quantification of qualitative information, factor weighting, and index construction should all be available in the public domain. It should be possible for researchers to replicate ESG calibration and subject it to stress testing using alternative inputs and assumptions. Since ESG rating follows a subscription (user-pays) business model based on proprietary information and rating models,

product differentiation may be marketed as the "secret sauce." So, transparency may be a long time coming" (S. 334).

ESG Investing, Voting und Engagement

Sehr guter aktueller ESG/SRI/Impact Researchüberblick mit 20 Seiten Literaturliste: Recent perspectives in ESG equity investing von Guillaume Coqueret vom 12. Dezember 2020: "Many researchers claim that it is possible to obtain both at the same time, popularizing the "doing good and doing well" motto. At the aggregate level, the conclusions are not clear cut, which is the conclusion of most meta-studies. If SRI is (on average) not costly and may be socially beneficial, then it almost qualifies as ethical free lunch. Nevertheless, it is not obvious that the rise of ESG investing has a significant impact globally. …. More and more, sustainable firms may be considered as safer bets (rightfully so)" (S. 30).

Kein ESG Bubble: Is ESG Investing a Price Bubble? Probably Not. Von Guido Giese, Navneet Kumar und Zoltan Nagy von MSCI Research vom 9. Dezember 2020: "Overall, our findings deflate the notion of an ESG bubble during our sample period. If rising inflows into ESG investing had created a price bubble, we would expect to see rising valuations for these companies (as measured by increasing P/E ratios). Instead, our return decomposition showed little support for this theory. We found that outperformance of ESG was mainly driven by companies' earnings growth and better dividend yields".

Schlechte ESG Ratings können sehr hilfreich sein: ESG Ratings: The road ahead von Claude Lopez, Oscar Contreras und Joseph Bendix vom 30. November 2020: Using publicly available information, we illustrate how difficult it is to understand or predict some of the existing ratings. Yet we are also able to identify some commonalities. All ratings agree on the worst performers. They also reach some consensus when measuring risks arising from governance factors, … (S. 3). …are E, S, and G factors equally important? Or does the rating focus mostly on one of them? Each method uses a different set of weights to aggregate data, which leads to a different rating, even when using the same data" (S. 4). **Mein Kommentar:** Der Beitrag nutzt leider nur 3 Ratinganbieter. Der Ausschluss der Unternehmen mit den schlechtesten ESG Ratings (nach dem Best-in-Universe Konzept) hat sich für Diversifikator seit 2016 sehr gut bewährt.

Es geht noch viel nachhaltiger: Swipe Left – Warum es bei nachhaltigen Finanzprodukten keine Matches gibt von Frederick Fabian et al. der 2o investing initiative vom 24. November 2020: „Finanzinstrumente werden gewinnbringend an Kund*innen verkauft, die oft andere Vorstellungen davon haben, was ein Produkt leisten sollte in Sachen Nachhaltigkeit. Dieses Problem zu erkennen und zur Lösung beizutragen, ist Ziel des Berichts …. Darüber hinaus braucht es aber auch das Engagement des Einzelnen. Es bedarf – wie auch in der „echten" Dating-Welt, informierte Verbraucher*innen, damit es ein Match gibt" (S. 15).

Vanguard ist schlecht: Blick ins Portfolio von Bernd Mikosch in Fonds professionell Nr. 4/2020 vom Dezember 2020: Auf Basis von Sustainalytics bzw. Morningstars Verantwortlichkeitsratings schneidet bei den ETF-Anbietern Vanguard besonders schlecht ab (2,5) und BNP Paribas ziemlich gut (3,9). Die anderen großen Anbieter liegen zwischen 3,0 und 3,4 (S. 116).

Votingnachteile großer Fondsanbieter? Shareholder Engagement by Large Institutional Investors von Suren Gomtsian vom 25. August 2019: „The study also shows that the distinction between actively-managed and passive index-tracker funds or UK versus foreign funds matters less than expected. …concerns about "home bias" in engagement or "engagement passivity" of passive funds may be overstated. The negative effects of the increasing share of foreign institutional ownership at the expense of local investors or passive funds at the expense of actively managed funds may well not be as worrying as we predict. …The largest fund families are too big to be active in all situations; they also face the competitive pressure of cutting fund management costs (S. 46). … Large asset managers, whether passively- or actively managed, have neither expertise, nor incentives for studying company-specific performance data and proposing possible solutions, for example, by voting individually on every board candidate. …Numerous studies looked at the effect of corporate governance in general and specific governance proposals on firm performance, and the evidence is contradictory" (S. 47).

Engagement bringt bisher wenig: Listed equity snapshot 2017 – 2020 der Principles for Responsible Investment vom 8. Oktober 2020: "Despite the examples being self-selected, just 22% of them resulted in some type of change by the investee company. After a process of engagement, the most common result was an improvement in disclosure or some other commitment with diversity and executive remuneration recording the highest levels of success". **Mein Kommentar**: Tolle interaktive Datenbank die – positiv formuliert – zeigt, wie viel auch große PRI Unterzeichner noch verbessern können.

Verkaufsdrohungspotential (Divestment) ist besser als Engagement: Institutional Investor Horizon and Firm Valuation around the World von Simon Döring , Wolfgang Drobetz , Sadok El Ghoul , Omrane Guedhami und Henning Schröder vom 8. Juni 2020.: "While long-term institutional investors are more likely to engage in relationship investing and exercise voice to influence managers directly, short-term investors are more willing to sell their shares and thus are more likely to exert influence indirectly through exit or the threat of exit. … Firms with a higher ratio of short-horizon institutional investors exhibit higher market-to-book ratios. …We do not find conclusive evidence on the relation between long-term institutional ownership and firm valuation. Overall, these results indicate that short-term investors, and in particular foreign short-term institutions, are more effective in aligning managers' interests with their own. … we find that the positive valuation effect of short-term institutions is particularly strong in countries with high market liquidity and in firms with high stock liquidity" (S. 38/39).

Wealth Management und Fintech

ESG ist auch für Vermögensverwalter wichtig: Wealth Management Top Trends 2021 von Cap Gemini von …: "Sustainability-focused investing topped the agenda …" (S. 24) und Vieles mehr mit interessanten Beispielen. **Mein Kommentar**: Hier ist eine passendes Angebot für Vermögensverwalter: 12 Impact- und ESG Portfolios online – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Millionäre haben falsche Überzeugungen: Millionaires speak: What drives their personal investment decisions von Svetlana Bender James J. Choi Danielle Dyson Adriana Z.

Robertson vom Oktober 2020: “At the individual stock level, rich investors collectively believe that high-profitability stocks offer high risk-adjusted returns. … Past fund manager performance is seen as a strong evidence of stock-picking skill … “(S. 32).

Robo-Advice für reiche Männer: Digitales Anlegen in der Schweiz – ein Markt mit Potenzial von Andreas Dietrich, Tatiana Agnesens und Reto Wernli von der Hochschule Luzern vom 25. November 2020: „So hat sich die Anzahl an Angeboten im Bereich des digitalen Anlegens in den vergangenen Jahren – trotz einigen Marktaustritten – hierzulande weiter erhöht. Einerseits sind verschiedene FinTech-Start-ups mit neuen Geschäftsmodellen in diesen Markt vorgedrungen. Andererseits reagieren zunehmend auch etablierte Banken auf die entsprechenden Entwicklungen und lancieren unterschiedliche digitale Anlagelösungen. Diese derzeit im Markt verfügbaren 18 Angebote unterscheiden sich teilweise ziemlich stark. Auch der Übergang zwischen «echten» Robo Advisory Lösungen und der digital unterstützten, klassischen Vermögensverwaltung ist zunehmend fliessend. … Der typische Nutzer digitaler Anlagelösungen ist gemäss dieser Studie ein gut gebildeter, besserverdienender und vermögender Mann aus der Deutschschweiz. Das Durchschnittsalter eines Nutzers von digitalen Anlageprodukten liegt bei knapp 50 Jahren“ (S. 33). „Insgesamt gehen wir davon aus, dass sich solche Produkte in den nächsten Jahren zunehmend als Standardangebote bei vielen Banken etablieren werden und sich das Volumen entsprechend erhöhen wird. Gleichzeitig werden solche Lösungen in den nächsten fünf Jahren – bei einer Betrachtung des gesamten Anlagevolumens – hierzulande in einer Nische verbleiben“ (S. 34).

Crowdfunding ist riskant: Financial Literacy and Security-based Crowdfunding von Michele Meoli, Alice Rossi und Silvio Vismara vom 13. November: We study 432 security-based crowdfunding platforms active across the 37 OECD countries from 2007 to 2019 and document that one out of three (30%) platforms have closed (S. 23).

Kostenloser US-Modellportfoliomarktplatzt schliesst: The Latest In Financial #AdvisorTech von Michael Kitces vom Dezember 2020: “On the one hand, the fact that Oranj wasn’t able to be successful in gaining traction with advisors – even with a price point of free – emphasizes how, in the end, it’s not just the price point of software that dictates adoption (or not), but the switching costs of how difficult it is to go from one piece of advisor software to another…”

Blackrock macht jetzt auch Direct Indexing: Weekend Reading for Financial Planners (Nov 28-29) von Michael Kitces vom 27. November 2020: “Blackrock announced that it was acquiring Separately Managed Account (SMA) provider Aperio … suggesting that Blackrock is now making a “billion-dollar bet” on Direct Indexing taking hold amongst financial advisors in the coming years … it may not be clear whether Blackrock is picking up on an early trend, or may actually “cause” it to occur (given Blackrock’s own distribution capabilities), but either way, the fall of 2020 will likely, in retrospect, be seen as the watershed moment when the industry began to take Direct Indexing seriously” (s.a. Despite tepid net flows in 2020, Aperio finds its white knight; BlackRock makes a deal to compete with buyers of Parametric, Motif and Folio von Brooke Southall vom 26. November 2020). **Mein Kommentar** vgl. Direct ESG Indexing: Die beste ESG Investmentmöglichkeit auch für Privatkunden? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Buchtipp

Viele gute und schlechte Algos: "Hello World – How to Be Human in the Age of the Machine" von Hannah Fry von 2018: "There is no doubting the profound positive impact that automation has had on all of our lives" (S. 198). "I have struggled to find a single example of a perfectly fair algorithm" (S.200). "Imagine we designed them to support humans in their decisions, rather than instruct them. To be transparent about why they came to a particular decision, rather than just inform us on the results" (S. 201). "In the age of algorithm, humans have never been more important" (S. 202).

ESG Reporting, Weltraumfinanzen und anderes Research (12-2020)

ESG Reporting: Hier sind wieder über 20 Researchbeiträge zu den Themen Kreditblase, Weltraumfinanzen, ESG Reporting und Ratings, Venture Capital, ESG Quants, falschen Benchmarks, CSR, Impactfonds, Voting, Engagement, Infrastruktur, Schweiz, Rebalanzierungen, Robo-Advisors und Direct Indexing:

Umfeld und ESG Reporting

Wiederholt sich 2008 durch unverantwortliche Kreditemissionen? Is COVID Revealing a CMBS Virus? Von John M. Griffin und Alex Priest vom 1. Dezember 2020: The current COVID crisis has led to a sudden and dramatic increase in the levels of distressed loans. … pre-COVID underwriting quality appears to play a large role in the ability of assets to withstand distress. … There are substantial similarities between the decline in underwriting standards identified by the last financial crisis, such as income and appraisal overstatement in RMBS, and those observed in 2013-2019 …" (S. 33).

Weltraumfinanzen und ESG: Spatial Finance: Challenges and Opportunities in a Changing World von WWF und der Weltbank vom 1. Dezember 2020: "… the financial sector needs to differentiate commercial actors more accurately on their climate and environmental performance. A potential breakthrough to help in this challenge is the emerging field of 'Spatial Finance', the independent assessment of the location of a company's or a country's assets and infrastructure using ground data, remote sensing observations and modelled insights, offers a potentially transformative means to gain improved quantitative ESG insights. … In this report, we outline a possible taxonomy and hierarchy for spatial finance, ….illustrated with case studies from practitioners and data providers, and explore potential future developments" (S. 6).

ESG Reporting und Rating

Auch freiwillige ESG Reportingstandards können wirken: Capital markets effects of ESG materiality standards von Theresa Spandel, Frank Schiemann und Andreas Hoepner vom 17. September 2020: "Our results indicate that the publication of the sector-specific SASB standards triggered a market reaction for firms in the respective sector. … As we show that

the capital market reaction to the standards' publication is negative for low-performing firms and positive for high-performing firms" (S. 29).

Systematische Herunterrechnung von Emissionen (EDM): Detecting Carbon Emission Disclosure Management von Thomas Kaspereit und Kerstin Lopatta vom 7. Dezember 2020: "We contribute to the literature by providing the first quantitative empirical-archival evidence of EDM around environmental controversy events. Our results indicate that in close temporal proximity to such events, firms more frequently understate their carbon emissions, potentially to regain legitimacy and to avoid further losses. External assurance does not mitigate EDM. Our findings have implications for the audit profession, which should revise its practice of proving only limited assurance levels on CSR reports and should start to transition from a mere labelling to a thorough auditing process. Our results imply that investors and other stakeholders should treat CSR disclosures with caution" (S. 19).

Mehr Durchblick im ESG Reportingchaos: A new dawn for mandatory ESG reporting: how it came about … and what to expect next von Carlos Tornero von Responsible Investment vom 22. Dezember 2020: "In the short to medium term we might see two speeds and two camps in ESG reporting. A European camp, who can't wait for the IFRS Foundation to set global standards, and approves the inclusion of more stakeholder-centric models of reporting (i.e. in line with the GRI). An Anglo-Saxon camp, which waits and sees, and for now favours building ESG reporting upon investors' needs (i.e. in line with SASB) and particularly around climate risk."

Steht Venture Capital neuerdings für schlechte Governance? Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn Josh Lerner Ramana Nanda von 2020: "Academics and practitioners have effectively articulated the strengths of the venture model. At the same time, venture capital financing also has real limitations in its ability to advance substantial technological change. Three issues are particularly concerning to us: 1) the very narrow band of technological innovations that fit the requirements of institutional venture capital investors; 2) the relatively small number of venture capital investors who hold, and shape the direction of, a substantial fraction of capital that is deployed into financing radical technological change; and 3) the relaxation in recent years of the intense emphasis on corporate governance by venture capital firms".

ESG-Quants sollten viel rechnen: ESG Materiality Factors^{SM} in the Fourth Industrial Revolution Measuring Stakeholder Externalities via Dynamic Materiality von TruValueLabs vom Dezember 2020: "Empirical evidence in this paper indicates that materiality has distinct country, industry, and company size characteristics for which the majority of conventional ESG models do not capture. The fundamental reasons for these materiality differences can be attributed to local regulations, physical climate characteristics, cultural values, economic factors, the size of the company, and industry specific attributes" (S. 34). "Just as materiality changes over time across various ESG Materiality Factors such as industry, country, and company size (i.e., Dynamic Materiality), we observe that Impact does as well" (S. 29). **Mein Kommentar:** Auch ohne zu quantifizieren kommt bei konsequenten ESG bzw. SDG Portfolios Gutes raus, vgl. www.diversifikator.com

Falsche Benchmarkdenke: 2021 ESG Trends to Watch von Lindea-Eling Lee, Meggin Thwing Eastman und Arne Klug von MSCI ESG Research vom Dezember 2020: "Recent track records have not inspired confidence: Over the past five years, only 3% of the 8,900+ constituents of the MSCI ACWI IMI have reduced direct and indirect carbon emissions by an average of 8% or more per year" (S. 7). … "If companies don't decarbonize enough, investors could be left with a dwindling investment universe of companies that meet the 2°C or 1.5°C targets. This could lead to highly concentrated portfolios constructed either through quantitative techniques that shift significant weights toward those few companies or through bottom-up securities selection" (S. 8). **Mein Kommentar:** 40% (2 Grad Ziel) und selbst 10% (1,5 Grad Ziel) von ca. 8300 Aktien des MSCI Universums sind immer noch mehr als genug für die meisten Anleger.

ESG Reporting und Performance

Dimensional findet keine finanziell materiellen GHG Effekte: Greenhouse Gas Emissions and Expected Returns von Wei Dai und Philipp Meyer-Brauns von Dimensional Fund Advisors vom 17. November 2020: "We find no compelling evidence that a firm's GHG emission intensity, emission level, or emissions change enhances our prediction of its future profitability, nor does it contain reliable information about expected stock or bond returns" (S. 10).

Unterschiedliche CSR Ratings: CSR in Times of Crisis: Evidence from the COVID-19 Pandemic von Kee-Hong Bae, Sadok El Ghoul, Zhaoran Gong und Omrane Guedhami vom November 2020: "… we find some evidence that environmentally friendly firms enjoy higher returns during the crash period" (abstract) … "we find that the results depend on the CSR rating series used" (S. 22).

Interessante ESG Rechnungen der OECD: ESG Investing: Practices, Progress and Challenges von Boffo, R., and R. Patalano von der OECD Paris vom Dezember 2020: "… there is growing evidence that the sustainability of finance must incorporate broader external factors to maximise returns and profits over the long-term, while reducing the propensity for controversies that erode stakeholder trust" (S. 6). "…this ESG report seeks to bridge the gap in knowledge by exploring concepts and definitions; key actors in the ESG ecosystem and their functions; and, challenges with respect to the investment ratings, fund categorisations, and performance. It sought to identify and understand where ESG rating differences could contribute to different ESG scores that lead to divergences in high-ESG indices and portfolios. … (S. 7)" … "The predictive power of ESG scores is inconsistent, and there is evidence that while some high ESG indices and portfolios can outperform the market, the same is true for low-ESG portfolios. Using different providers' data, OECD secretariat found an inconsistent correlation between high ESG scores and returns, such that different providers lead to different results. This does not mean that all ESG portfolios underperformed the traditional market: however, many high-scoring ESG portfolios did underperform, and a number of low-scoring ESG portfolios outperformed the markets …. the analysis of maximum drawdown risk showed that ESG portfolios have a lower drawdown risk when compared to non-ESG portfolios" (S. 8). **Mein Kommentar:** Interessant, obwohl methodisch nicht sehr anspruchsvoll und nur wenige Ratinganbieter und Indizes abgedeckt werden.

Noch ein aktueller ESG Researchüberblick: ESG Investing: What Does the Research Say? Von Stefano Piu von Man AHL vom Dezember 2020.

ESG Reporting, Impactangebote, Voting und Engagement

Potential für Impactfonds und analytischer Knieschuß? How far is the sustainable fund market in Europe? On the Competitive Position of the German Asset Management Industry vom BVI vom Dezember 2020: "For the fund industry, the integration of the sustainability dimension into the investment process represents additional costs. … The results of this analysis show that Germany is one of the biggest sustainable fund hubs in Europe together with France, Sweden, the Netherlands, Switzerland, the UK and Norway. Sustainable funds in these countries show cost advantages compared to conventional funds. According to our analysis, the difference in costs can be mainly attributed to the fact that a large proportion of sustainable funds have been issued in recent years, when funds costs were lower than before"…. "In particular, we see further potential for German asset managers to grow in the area of more sophisticated ESG approaches, such as impact investing" (S. 34). **Mein Kommentar:** Bedeutet das nicht auch, dass deutsche Anbieter mit den (großen) alten traditionellen Fonds überproportional viel Geld verdienen? vgl. SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Blackrock und Vanguard mit sehr schlechtem Abstimmungsverhalten: Equity in the Boardroom How asset manager voring shaped corporate action on racial justice in 2020 von Majority Action vom Dezember 2020: "In 2020, 48 resolutions to improve corporate policy influence disclosures received more than 20% shareholder support across the S&P 500. BlackRock and Vanguard voted against every single one. At least 19 of these resolutions would have received majority support had BlackRock and/or Vanguard voted in favor. … BlackRock and Vanguard voted overwhelmingly against proposals that were directly related to issues of racial justice in a company's operations and/or governance, including board diversity, workforce issues, pay disparities, and civil rights issues in the United States. Of the 25 such proposals that received substantial shareholder support across the S&P 500, BlackRock supported only four, Vanguard only five. By contrast, Legal & General and PIMCO voted for 100% of all of the policy influence disclosure and the racial justice resolutions reviewed in this report" (S. 5).

Voting und Engagement sind nur selten erfolgreich, zeigt die Jahreszusammenfassung: Record breaking votes, divisive climate pledges and new engagement trends have defined responsible investment in 2020 von Paul Verney von Responsible Investor vom 17. Dezember 2020.

Geldanlage generell

Rebalanzierungen sind noch nicht tot: Does balancing still makes sense? von Nancy Holden und Warren DeKinder von Intech vom Dezember 2020: "Our research continues to show the long-term outperformance potential that can be derived from active diversification and systematic rebalancing … The S&P 500 Index is currently at a historically high level of capital concentration risk, more so than even at the height of the tech bubble in 2000.

Deviations from long-term market capital concentration averages tend to revert back to the average over time, as evidenced by the stability of market capital distribution. Market leadership also has consistently changed through the years, with today's largest stocks notably different than those from 10 years ago and longer" (S. 1).

Infrastruktur ist nicht gleich Infrastruktur: Listed infrastructure: the winners and losers since COVID von Chris Vass und Sergiy Leys von FTSE Russell vom 11. Dezember 2020: "Oil and Gas companies have already been in a secular downwards trends for years as global investors put more emphasis on pro-climate investments, so the March sell-off was harsh on the Pipelines sector. The Transport sector has kept up with the broader equity market, as the exposure is mainly tied to commercial and not personal transportation. Telecommunications has thrived in the current environment as the need for data infrastructure has increased". Vgl. Neues ESG-Portfolio aus weltweiten Kern-Infrastrukturaktien ist attraktiv – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Schweiz mit noch weniger Fondstransparenz als Deutschand: Global Investor Experience Study: Disclosure von Morningstar vom Dezember 2020: "Germany's grade of Average for Disclosure stems from its alignment to the standards of the European Union. There is no centralised website for fund documents, nor any requirement for a monetary illustration of fees in fund literature. The reporting of manager names is less common in Germany than in most markets in this study. On the plus side, Germany's regulatory authority has begun to press for the disclosure of environmental, social, and governance risks to help investors understand and compare products" (S. 40). … "Switzerland's lack of a regulation or code that requires the disclosure of stewardship activities for fund firms sets the market apart from European peers and drops the country's Disclosure grade to Below Average. Switzerland does not require a monetary illustration of fees, and Swiss fund firms lag most markets in timely reporting of portfolios" (S. 82).

Advicetech und Wealthtech

Künftig stärker personalisierte Robo-Portfolios? Customer experience: learning from online personal finance conversations von der Economist Intelligence Unit vom 12. November 2020: "We analysed over 10m online conversations about finance and banking dating back to 2013" (S. 2). "According to a survey of 305 global banking executives carried out by the EIU, investments (self-executed or robo-advisory) are the number one area where new entrants are expected to gain market share in the coming years" (S. 3). "In the global banking survey conducted by the EIU as part of this research programme, improving customer experience and engagement, including personalisation, was cited as the top strategic priority through to 2025 and a top three factor impacting banks" (S. 5). **Mein Kommentar:** Ich denke, dass die heute vorherrschenden Ein-Produkt Robo-Advisors künftig durch individualisierbare Modellportfolioplattformen abgehängt werden, vgl. Direct ESG Indexing: Die beste ESG Investmentmöglichkeit auch für Privatkunden? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Charles Schwab, Fidelity, Goldman Sachs, Morgan Stanley und Blackrock: A Pivotal Year for Direct Indexing Major asset managers made big moves in the direct indexing space in 2020. Will advisors follow along? von Diana Britton vom 14. Dezember 2020: "In a tidal

wave of deals, some of the biggest players in asset management and financial services made broad inroads— essentially betting that the technology to create customizable portfolios for individual clients without, theoretically, abandoning the rules-based characteristics or risk profile of an index is an option that will resonate with investors".

Direct Indexing ist auch für Firmen interessant, die keine Aktien von Kunden kaufen dürfen: Custom Indexing is THE Investing Mega Trend of 2021 von Joshua M Brown vom 14. Dezember 2020: "financial advisors are about to fall head over heels in love with the ability to create custom index solutions for every high net worth family they serve". …"if somebody works at an energy company. Not only is their livelihood tied to energy, but their retirement might also be if they get company stock. Building a portfolio that is able to exclude their company and their competitors is huge".

VOTINGKRITIK, ENGAGEMENT UND FUNDAMENTALDATENENTTÄUSCHUNGEN (1-2021)

Votingkritik: Wieder ca. 20 Researchbeiträge zu den Themen Fundmentaldaten, Faktorinvestments, Reichen, Affen, Finanzberatern, ESG Fonds, Engagement, Diversity, Divestments, Maschine Learning, Robo-Advisors, Modellportfolios und Direct ESG Indexing:

Fundamental- und Faktorinvesting

Skeptische Rohstoffanalyse: Rohstoff-Investments – sind sie sinnvoll? Von Gerd Kommer und Daniel Kanzler vom 8. Januar 2020: …"generell existiert keine Rohstoffgruppe oder kein Einzelrohstoff, für den der grobe Langfristrichtwert von 0% p.a. bis 1,5% p.a. nicht zutrifft" … „Rohstoffe – sowohl der Spot-Markt als auch der Futures-Markt – hatten historisch niedrige Renditen, kombiniert mit hoher Volatilität (Schwankungsintensität). Auch in Aktienmarktkrisen sind Rohstoff-Investments keine zuverlässige Absicherung (Hedge). Die Rendite von Rohstoff-Futures ist trendmäßig in den vergangenen 40 Jahren recht kontinuierlich gefallen. Die Hauptursachen dafür könnten sinkende oder niedrige Inflation und Financialization sein. … Die Rendite von Rohstoff-Futures könnte in Zukunft dann nennenswert steigen, wenn die Ination deutlich anzieht und/oder es zu einer schweren weltpolitischen (nicht weltwirtschaftlichen) Krise kommt, die zu Angst vor Versorgungsengpässen und zu Hoarding führt."

Smart Beta ist vor allem für Anbieter smart: The Smart Beta Mirage von Shiyang Huang, Yang Song und Hong Xiang vom 30. Dezember 2020: "While smart beta ETFs claim to follow pre-determined and formulaic rules in indexation, the discretion in setting up the rules is enormous in practice. Potentially, the claimed "smartness" of smart beta ETFs is just a mirage arising from data overexploitation. If there indeed exists considerable data mining in index construction, it is unclear whether the proliferation of smart beta products adds value to investors or not. The answer to this question is important and urgent, given the sheer size and the rapid growth of smart beta ETFs. …. Smart beta indexes quickly trail the broad cap-weighted market index after the corresponding ETFs are listed. … we find strong support for data overexploitation in index construction, meaning that stellar performance only exists in backtests and has no predictive power for "real" performance. Our results caution against the

risk of data mining in the proliferation of ETF offerings because investors respond strongly to the stellar performance in backtests" (S. 26/27).

Neue Faktorinvestmenterkenntnisse: The Great Divorce Between Investment and Profitability: A Duration-Based Explanation von Mete Kilic, Louis Yang und Miao Ben Zhang vom 13. Juli 2020: "Empirically, we show that the emergences of the investment premium and the profitability premium in the past four decades (later period) are not isolated phenomena. Instead, they are both related to the influx of long-term oriented firms, such as Amazon.com, into the stock market. This rise of long-term oriented firms along with lower long-term discounts explains several novel findings that we document in this paper. … We model boom firms that feature jumps in their future profitability …. boom firms to invest more despite having lower current profitability compared to classic firms. The absence of boom firms in the early period and their presence in the later period explain all of our empirical findings" (S. 26/27).

Sind fundamentale Kriterien unwichtig? Non-Fundamental Demand and Style Returns von Itzhak Ben-David, Jiacui Li, Andrea Rossi und Yang Song vom 12. November 2020: "Our study presents evidence that demand fueled by mutual fund investors' rating-chasing behavior can impact large-scale price patterns, including style returns, style momentum, and style dispersion. … we estimate that rating-induced price pressures can explain a sizeable fraction of the time-series variation in the size and value factors. … Correlated demand can also arise from other sources such as demand for certain styles driven by institutional frictions (Froot and Teo, 2008; Koijen and Yogo, 2019) and performance chasing in index-linked products (Broman, 2016; Dannhauser and Pontiff, 2019). Taken together, these findings should alter the way economists interpret systematic price movements: instead of reflecting fundamental risk, they may also be determined by non-fundamental demand" (S. 36). **Mein Kommentar:** Ich bin ziemlich sicher, dass das sich auch mit gut gerateten ESG Fonds, ETFs und vielleicht auch einzelnen Aktien und Anleihen wiederholt.

Votingkritik: Anlegerverhalten

Treiben Flows die Märkte mehr als Fundamentaldaten? In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis von Xavier Gabaix und Ralph Koijen vom 9. November 2020: "Households allocate capital to institutions, which are fairly constrained, for example operating with a mandate to maintain a fixed equity share or with moderate scope for variation. As a result, the price elasticity of demand of the aggregate stock market is small, so flows in and out of the stock market have large impacts on prices. Using the recent method of granular instrumental variables, we find that investing $1 in the stock market increases the market's aggregate value by about $5. We also show that we can trace back the time variation in the market's volatility to flows and demand shocks of different investors. … The mystery of apparently random movements of the stock market, hard to link to fundamentals, is replaced by the more manageable problem of understanding the determinants of flows in inelastic markets" (abstract). **Mein Kommentar:** Meine most-passive Weltmarktallokation passt gut dazu, vgl. Warum sich das Weltmarktportfolio so gut entwickelt – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Transparenz kann gut für Investments sein: Disclosure is a gift that encourages trust and reciprocity von Satoshi Taguchi und Yoshio Kamijo vom 19. November 2020: "The results reveal that information disclosure promotes investments and returns" (abstract).

Aber wollen Anleger lieber weniger als mehr wissen? Investors' Information Avoidance Behavior in Securities-Based Crowdfunding von Nicole Cade, Shannon Garavaglia und Vicky Hoffman vom 30. November 2020: "We conduct two experiments in the securities-based crowdfunding setting to examine one potential behavioral explanation for nonprofessional investors' documented underuse of valuerelevant accounting information. …. we find that investors who are more (versus less) likely to anticipate psychological discomfort from evaluating financial information are less likely to acquire a crowdfunding company's financial statements. … We also find in Experiment 1 that investors who avoid (versus acquire) financial statements are more likely to invest in a crowdfunding offering … despite financial statements being required for US crowdfunding companies" (S. 28).

Sollte man die Reichsten besonders fördern? Risk Preference and Entrepreneurial Investment at the Top of the Wealth Distribution von Frank Fossen, Johannes König und Carsten Schröder vom Dezember 2020: "We provide first evidence that individuals at the top of the wealth distribution are more likely to be entrepreneurs and invest a larger share of their wealth in their own businesses when they have a stronger taste for risk-taking. These associations are even stronger among the wealthy than among less wealthy individuals. In addition, we show that the wealthy are on average more risk tolerant than the non-wealthy. … Since individuals at the top of the wealth distribution dominate aggregate private investment, the reactions of the very wealthy to policies shape the effects on aggregate private risky investment. Understanding these relationships is crucial due to the importance of entrepreneurial risk-taking for innovation and economic growth" (S. 18/19).

Sollten Finanzberater Persönlichkeitsanalysten werden? The Impact of Personality Traits on Attitude to Financial Risk von Chris Brooks und Louis Williams vom 9. Dezember 2020: "We find that the Big Five personality traits have a broadly equal descriptive influence relative to affect for the cross-sectional variation in risk tolerance scores. Neuroticism is negatively linked with risk appetite, while extraversion has a mild positive association. …, but it is evident that the Big Five have incremental explanatory power beyond the role of emotions that has been investigated in several recent studies. However, it is also clear that the wider set of personality characteristics has a much more important influence on attitude to risk than the Big Five framework …. In particular, trait anger, intolerance of uncertainty, resilience and financial self-efficacy are consistently observed to have explanatory power for attitude to risk, even when a range of relevant control variables is incorporated into the model" (S. 20/21).

Votingkritik: Stockpicking, ESG und Impactinvesting

Fondsmanager könnten jetzt Affen schlagen: Sind Affen die besseren Fondsmanager? von Fondsprofessionell.com vom 28. Dezember 2020 in Bezug auf eine Analyse von HQ Trust: „"Schaut man auf den MSCI ACWI, haben sich die Zeiten für den Affen kontinuierlich verschlechtert", kommentiert Lehmann das Ergebnis. In der Spitze lagen knapp 72 Prozent der Aktien vor dem Index, zuletzt lag diese Zahl nur noch bei rund 40 Prozent".

Ein hoher Tracking Error kann gut für Anleger sein: Tracking Error: Why Deviation from a Benchmark Shouldn't Dissuade Passive Investors from ESG von Jennifer Sireklofe von Parametric vom 14. December 2020: "Assuming no persistent bias in the direction of returns, a portfolio with high tracking error can still end up with cumulative returns quite similar to the benchmark over the long run. Understanding the likely interim variation can help investors know what to expect with their responsible portfolio and be better prepared for the uncertainty".

Banken sollten auch Plastikverschmutzung beachten: Bankrolling plastics – The banks that fund plastic packaging pollution von Portfolio Earth vom Januar 2021: "The report finds that between January 2015 and September 2019, banks provided loans and underwriting of more than USD 1.7 trillion (equivalent to Russia's GDP) to forty key plastic chain actors. … While many banks have shown some awareness of the issue, none of the 20 banks which provide the lion's share of funding have developed any due diligence systems, contingent loan criteria, or financing exclusions when it comes to the plastics packaging industry. … The ten largest financiers were Bank of America, Citigroup, JPMorgan Chase, Barclays, Goldman Sachs, HSBC, Deutsche Bank, Wells Fargo, BNP Paribas and Morgan Stanley. Together, they accounted for 62 per cent of the finance identified" (S. 5).

Auch aktive ESG Fonds schlagen Benchmarks nicht systematisch: Did ESG Pay Off for Fund Investors Last Year? Yes and No. Von Jeffrey Ptak von Morningstar vom 5. Januar 2020: "around 46% of funds rated "High" (meaning low ESG risk) generated higher returns than their benchmark while only 30% of funds rated "Low" (that is, high ESG risk) did the same."

Votingkritik und Engagement

Asset Manager Voting lässt sehr zu wünschen übrig: Voting Matters 2020 – Are asset managers using their proxy votes for action on climate and social issues? von ShareAction vom Dezember 2020: This report considers how 60 of the world's largest asset managers voted on 102 shareholder resolutions on climate change, climate-related lobbying, and social issues, during the period September 2019 to August 2020, and how they justified their voting choices. … "The number of asset managers choosing not to vote at AGMs is significant (S. 4) … Whilst European asset managers have better voting performances, they do not tend to file shareholder resolutions on climate change and social issues in their own jurisdictions … (S. 5) … Fifteen Out of the 102 resolutions covered in this analysis (around 15 per cent) were supported by a majority of investors. This analysis finds that an additional 17 resolutions would have passed, had one or more of the Big Three (Blackrock, Vanguard Group, and State Street Global Advisors) voted for them. In all of these cases, BlackRock and Vanguard Group voted against the resolutions. … (S. 5) … This analysis found that five CA100+ members, namely Nordea Investment Management, BlackRock, Lyxor Asset Management, Credit Suisse Asset Management, and Ninety One voted for 50 per cent, or less, of climate resolutions (S. 6) … Analysis of the voting rationales provided by asset managers reveals that a number of asset managers continue to abstain or vote against climate critical resolutions because of ongoing engagement with the company" (S. 6).

Sind Blackrock und Vanguard gegen Diversity? Board Diversity and Shareholder Voting von Ian Gow, David Larcker und Edward Watts vom 15. Dezember 2020: "… we explore how the voting patterns of the "Big Three" asset managers (BlackRock, Vanguard, and State Street) differ from those of other funds. … In recent years, each of these firms has been outspoken in supporting board diversity and committed to increasing board diversity (e.g., Lublin and Krouse, 2017; Krouse, 2018; Kerber, 2019). … Over our full sample, BlackRock supports diverse boards less than the average fund, and BlackRock and Vanguard support diverse individuals less than the average fund, …. In contrast, State Street exhibits greater support for individual diversity than the average fund, especially in the more recent time period" (S. 5).

Sind Blackrock und Vanguard gegen Klimaaktionen? Which Fund Companies Supported Climate Via Proxy Votes? Von Jackie Cook und Tom Lauricella von Morningstar vom 2. Dezember 2020: "Using Morningstar's data on fund-level proxy voting, we computed voting profiles for the 20 largest U.S stock fund managers across a select list of 34 key resolutions relevant to climate action. Overall, we found rising support for stronger climate governance and improved transparency around risks and emissions goals. … At the bottom were Dimensional Funds, eighth largest, and the two largest stock fund managers–Vanguard and BlackRock–where support for key climate change resolutions barely made double-digit percentages".

Viel zu Voting und Engagement auch in eigener Sache: „Divestments bewirken mehr als Stimmrechtsausübungen oder Engagement" aus dem Buch „Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken" (kostenpflichtig) von CRIC – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit in der Geldanlage vom Dezember 2020. Das Buch enthält insgesamt 20 Beiträge von Nachhaltigkeitsexperten zu den drei Themenblöcken „Engagement in Theorie und Praxis", „Verbesserungen in der Wirtschaft erreichen" und „Perspektivische Überlegungen zu Wandel, Wirkung und gelingenden Dialogen". Darunter sind mehrere gute ethische Basisbetrachtungen und auch gute Engagementbeispiele, zum Beispiel der Beitrag „Kirchliche Investoren engagieren sich für einen für Lohn zum Leben" von Antje Schneeweiß. Für meinen Beitrag habe ich über 40 überwiegend sehr aktuelle Researchbeiträge ausgewertet: „Ob die Verbesserungsvorschläge der Aktionäre umfassend und schnell umgesetzt werden bzw. ob sie zu nachhaltigen Verbesserrungen führen, kann aber bezweifelt werden … Aktives Aktionärstum sollte sich auf strenge und umfassende Ausschlüsse bzw. Divestments und auch auf bewusste Positivinvestments (Impact Investments) fokussieren" (S. 161). **Mein Kommentar:** Vgl. auch Divestmentkritik: Populäre aber falsche Kritik an verantwortungsvollen Geldanlagen – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Votingkritik: Wealthtech und Advicetech

Maschinen müssen noch viel lernen: Can Machines "Learn" Finance? Von Ronen Israel, Bryan Kelly und Tobias Moskowitz von AQR Capital Management vom 2. Juli 2020: "The evolution of asset management by incorporating machine learning is already underway, but the industry's collective machine learning marketing hype must be tempered. Asset management, and return prediction in particular, is a small data science with low signal-to-noise ratios, making it very different from disciplines where machine learning has thrived. …. Other beneficial uses in asset management includes machine learning approaches for better

"crafting" portfolios once return predictions have been made, for example by improving models of risk and trading cost management" (S. 17/18).

Robos reduzieren Risiken: Resilience in the Storm: Adaptive Robo-Advisors Outperform Human Investors during the COVID-19 Financial Market Turmoil von Chewei Liu , Mochen Yang und Ming-Hui Wen vom 30. November 2020: "Through our collaboration with an online mutual fund investment platform in Taiwan, we obtain daily portfolio and transaction data of individual investors … First, we find that RA users outperformed other investors during the market downturn by having a nontrivial margin of 1.41% fewer losses on average. Considering an average loss of 8.29% for other investors in the market downturn, this gives RA users a 17% (1.41/8.29) performance advantage, which is both statistically significant and economically meaningful" (S. 40). … "RA users held less risky portfolios than other investors" (S. 41).

Auch J.P. Morgan baut das Modellportfoliogeschäft aus: J.P. Morgan Buys Automated Tax Tech Company 55ip von Diana Britton vom 3. Dezember 2020 auf wealthmanagement.com. **Mein Kommentar:** Vgl. auch Anlageberater, Robo Advisors oder Modellportfolios: Wer wird gewinnen? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Sequoia glaubt auch an Direct Indexing: The Latest In Financial #AdvisorTech (January 2021) von Michael Kitces vom 4. Januar 2020: "…big news that storied Silicon Valley VC investor Sequoia Capital is investing $45M into Vise, a new tech-enabled TAMP looking to capitalize on the emerging trend of direct and, more importantly, "custom indexing", where advisory firms use technology to create portfolios for clients customized down to the individual stock level (eschewing mutual funds and ETFs), and where Vise hopes that advisors will be willing to outsource the subsequent implementation of that portfolio for a 0.50% fee. But in the end, it's still not clear if custom indexing will ultimately be a TAMP solution – with the basis point fees – or if the technology will eventually make it so easy and efficient that advisors can just do it themselves with the software they purchase for a flat software fee? (vgl. auch Vise Raises $45M in Series B, Adds Second Sequoia Board Member von Samuel Steinberger vom 16. Dezember 2020 auf wealthmanagement.com und Sequoia Capital goes all-in to make RIAs the crux of an asset management ‚central nervous system,' with more cash, more connections and Airbnb swagger von Oisin Breen vom 6. Januar 2020 auf RIAbiz.com).

Auch McKinsey mag Direct ESG Indexing: North American wealth management: Money in motion, but not always to the bottom line von Pooneh Bagha von McKinsey&Co. vom 17. Dezember 2020: "Provide easy access to ESG products and solutions. Wealth managers should increase the share of ESG products and solutions (including direct indexing) available to retail investors; educate advisors and consumers on the benefits of such strategies; hire and train ESG specialists to support clients and advisors; and embed ESG customization functionality and recommendations into buying journeys. Achieving this would also require close collaboration with other ecosystem participants—from fintech providers to asset managers" (S. XI). **Mein Kommentar:** Vgl. auch Direct ESG Indexing: Die beste ESG Investmentmöglichkeit auch für Privatkunden? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

KLIMAWANDEL UND INVESTMENTS: VIEL NEUES RESEARCH (1-2021)

Klimawandel: Über 40 neue Researchbeiträge zu den Themen Ungleichheit, Klimawandelbekämpfung, Regulierung, Datenschutz, Lobbyisten, Gold, Private Equity, ETFs, Faktorinvestments, Impact- und ESG Analysen und Investments, nachhaltigen Themenfonds, Voting, Engagement, Leerverkäufe, Behavioral Finance, Dialektik für Kapitalisten, Risikomanagement, DWS, Blackrock, Vanguard, State Street und mehr:

Umfeld generell

Aktuelle, breite und tiefe Risikoübersicht: The Global Risks Report 2021 16th Edition vom World Economic Forum vom Januar 2021: "Among the highest likelihood risks of the next ten years are extreme weather, climate action failure and human-led environmental damage; as well as digital power concentration, digital inequality and cybersecurity failure. Among the highest impact risks of the next decade, infectious diseases are in the top spot, followed by climate action failure and other environmental risks; as well as weapons of mass destruction, livelihood crises, debt crises and IT infrastructure breakdown. When it comes to the time-horizon within which these risks will become a critical threat to the world, the most imminent threats – those that are most likely in the next two years – include employment and livelihood crises, widespread youth disillusionment, digital inequality, economic stagnation, human-made environmental damage, erosion of societal cohesion, and terrorist attacks" (S. 7).

Tragen Steuern wenig zum Ungleichheitsausgleich bei? Predistribution vs. Redistribution: Evidence from France and the U.S. vonAntoine Bozio, Bertrand Garbinti, Jonathan Goupille-Lebret, Malka Guillot und Thomas Piketty vom 29. Oktober 2020: " … the reason why overall inequality is much smaller in France than in the U.S. is entirely due to differences in pretax inequality" (abstract). "… findings suggest that policy discussions on inequality should in the future pay more attention to policies affecting pretax inequality and should not focus exclusively on "redistribution" (i.e., redistributive taxes and transfers, for a given level of pretax inequality)" (S. 34).

Starke Finanzlobby: Ungleiches Terrain Eine Studie zu Größe und Einfluss der Finanzlobby in Deutschland von der Bürgerbewegung Finanzwende vom 9. Dezember 2020: "Insgesamt gibt die Finanzindustrie unseren Schätzungen nach mehr als 200 Millionen Euro pro Jahr für die Lobbyarbeit in Deutschland aus und beschäftigt mehr als 1500 Mitarbeiter (S. 3). …. Vergleichen wir diese mit den Abgeordneten im Finanzausschuss des Deutschen Bundestags (derzeit 41), der neben Steuerthemen auch für den Bereich Finanzmarkt zuständig ist, dann stehen rechnerisch jeder Abgeordneten etwa 36 Mitarbeiterinnen der Finanzlobby gegenüber. Knapp 290 verschiedene Organisationen aus Finanzlobby und erweiterter Finanzlobby haben die deutsche Politik in den Jahren 2014-2020 zu beeinflussen versucht (S. 4). …. Die wahre Größe der Finanzlobby dürfte deutlich über den hier vorgelegten Zahlen liegen" (S. 19).

Sind schlechte Datenschützer gut Insidertrader? Trading Ahead of the Disclosure: Cybersecurity Breaches and Informed Trading von Andy Naranjo und Svetlana Petrova: "… we investigate informed trading activity in equity options prior to a firm's cybersecurity breach disclosures. For the breached companies, we document an increase in options activity, consistent with strategies that yield abnormal returns to investors with private information

… We show that the more informed trading is significantly associated with breached firms that have lower quality internal controls" (S. 32).

Sandkästen können viel Geld wert sein: Inside the Regulatory Sandbox: Effects on Fintech Funding von G. Cornelli, S. Doerr, L. Gambacorta und O. Merrouche vom 15. Dezember 2020: "… firms entering the UK regulatory sandbox raise significantly more capital in the quarters after entry. Our results suggest that the sandbox reduces information asymmetries and regulatory costs. We thereby provide the first evidence that sandboxes achieve one of their key goals: to help young and innovative fintechs to raise capital. This finding suggests that sandboxes could become a crucial policy tool for harvesting the benefits of financial innovation" (S. 26). **Mein Kommentar:** Die BAFIN macht es Startups Lieber schwerer, vgl. Bafin erhöht die Hürden bei der Zulassung von Insurtechs von Susanne Schier vom 21. Januar 2021.

Klimawandel und was man dagegen tun kann/sollte

Die Willingness to Pay (WTP) für Klimawandel ist hoch: The Climate Decade: Changing Attitudes on Three Continents von Fredrik Carlsson, Mitesh Kataria, Alan Krupnick, Elina Lampi, Åsa Löfgren, Ping Qin, Thomas Sterner und Xiaojun Yang vom Januar 2021: "Interestingly, our results show an increased willingness to pay for climate mitigation in all three countries. Notably, in 2019, the willingness to pay per ton of reduced CO2 compares closely to conventional measures of the social cost of carbon in China and the United States and to carbon taxes in Sweden. … In Sweden, WTP per ton of carbon emissions reduced is comparable to the Swedish carbon tax (approximately $126/ton), and in the United States, it is below but roughly on par with EPA's central estimates of the social cost of carbon in 2017 ($42/ton)" (S. 24). …" in both the United States and Sweden, the share of respondents with zero WTP is significantly higher among Republicans and right-wing party voters than among any other voters, and that gap has increased during the past decade" (S. 25).

Unerwartete Erkenntnisse in Bezug auf persönliche Umweltverantwortlichkeit: Economic Inequality, Corruption, and Personal Environmental Responsibility in Europe von Ryan Davis vom 30. November 2020: "While corruption was found to be negatively correlated with PER as expected, economic inequality was found to actually increase PER. … Increased economic inequality might encourage an individual to believe that they cannot rely on support from others and that they therefore must take personal responsibility. On the other hand, individuals in highly corrupt societies may become overwhelmed by the perceived futility of their individual actions in a system that is rigged to benefit a predetermined few. A mediation analysis confirmed that social trust is a significant factor in the relationships between economic inequality and corruption at the contextual level and PER at the individual level" (S. 40).

Berühmtheiten können der Umwelt effizient helfen: Celebrity Endorsement in Promoting ProEnvironmental Behavior von Thong Hoa, Zihan Nieb, Francisco Alpizarc Fredrik Carlssond und Pham Khanh Name vom 27. Oktober 2020: "Overall, our findings show promising potential of social education and marketing using celebrity endorsement in promoting pro-environmental behavior. As a policy instrument based on voluntary action, it provides an inexpensive alternative for combatting plastic pollution, in addition to popular

instruments such as bans and taxes/charges(S. 24). … Although the information campaign itself did not have any effect on behavior, the celebrity endorsed campaign had a sizeable and statistically significant effect on behavior" (S. 25).

Harsche Kritik an Klimastrategien: 10 myths about net zero targets and carbon offsetting von 41 Wissenschaftlern vom 11. Dezember 2020: "In many cases, offsetting relies on capturing carbon in vegetation and soils. Such capacity is however limited and is needed to store carbon dioxide that we have already emitted. Assumptions of future technologies and targets decades ahead delay immediate action. … In practice, however, net zero targets several decades into the future shift our focus away from the immediate and unprecedented emissions reductions needed. Net zero targets are generally premised on the assumption that fossil fuel emissions can be compensated for by carbon offsetting and unproven future technologies for removing carbon dioxide from the atmosphere. But offsetting does not cancel out our emissions – yet action to do so is immediately needed. …. We must stop marketing products as being "climate neutral" or "climate positive"."

Bringen Carbonpreise nichts? The effect of carbon pricing on technological change for full energy decarbonization: A review of empirical ex-post evidence von Johan Lilliestam, Anthony Patt und Germán Bersalli vom 30. September 2020: "In this article, we have showed that there is no empirical evidence that carbon pricing triggers technological change, in terms of either increased innovation or zero-carbon investment (S. 17). … In contrast, there are many other policies that have proven to be effective—renewable energy support schemes (e.g., in several European countries, China) above all, but also more recent schemes such as support for electric vehicle deployment and infrastructure expansion, triggering both deployment and rapid cost reductions (e.g., Norway, California)" (S. 18).

Greenpeace-Kritik an CO2 Kompensationsrechnungen: Net Expectations – Assessing the role of carbon dioxide removal in companies' climate plans. Briefing von Greenpeace UK vom Januar 2021: "While a few companies plan to deliver CDR (carbon dioxide removal) in specific projects, many plan to simply purchase credits on carbon markets, which have been beset with integrity problems and dubious accounting, even where certified. … The IPCC (e Intergovernmental Panel on Climate Change) warns that reliance on CDR is a major risk to humanity's ability to achieve the Paris goals. …Both afforestation/reforestation and BECCS (bioenergy with carbon capture and storage) require large land areas to deliver significant removal. If deployed on agricultural land, they are likely to increase food prices; on wild land, they may reduce biodiversity. For example, using BECCS to remove 12,000 Mt/year of CO2 (the median in 2100 in IPCC 1.5˚C pathways with low overshoot) would require a land area devoted to bioenergy equivalent to one to two times the size of India, or 25-46 percent of total world crop-growing area. DACCS is highly energy-intensive. Capturing three quarters of present CO2 emissions would require half of present global electricity generation and heat equivalent to half of final energy consumption" (S. 2).

Geldanlagen generell

Ganz viele Zahlen: Stocks, Bonds, Bills, and Inflation® (SBBI®): 2020 Summary Edition von Roger G. Ibbotson und James P. Harrington vom 27. August 2020: Die Autoren stellen u.a. eine Illiquiditätsprämie für börsennotierte Werte fest (vgl. S. 119).

Hedgen mit Gold funktioniert nur bedingt: Gold as a Financial Instrument von Pedro Gomis-Porqueras, Shuping Shi und David Tan vom 21. September 2020: "In our benchmark model, we show that gold is a weak hedge to the stock market and Euro sovereign bond spreads. However, gold is a strong hedge to oil prices (a proxy for extreme movements in inflation). … Moreover, we report that gold is a near perfect hedge to the US dollar. … employing recent data that includes the Covid-19 period, we find that gold has exhibited safe haven properties during the pandemic crisis" (S. 18).

Viele Private Equity Anbieter sind schlauer als ihre Kunden: Are private equity investors fooled by IRR? von Stephannie Larocque, Sophie Shive und Jennifer Sustersic Stevens vom 16. Oktober 2020: "Private equity firms have discretion over the timing of their funds' capital calls and distributions, making the popular internal rate of return an incomplete measure of private equity fund performance. … In our comprehensive sample of 6,945 funds, more than half of the funds' IRR is attributable to timing, with substantial variation. The timing component persists across a private equity firm's funds and negatively predicts future performance, but facilitates fundraising. Despite this predictability, we find little evidence that sophisticated investors avoid funds with IRRs most inflated by timing" (abstract).

Mehr Computerpower bringt nicht mehr Performance: Machine Learning and the Stock Market von Jonathan Brogaard und Abalfazl Zareei vom 13. Oktober 2020: "our results show that the technical trading could have been profitable given the availability of computational power. … we show that the technical trading was profitable. This is demonstrated in our results by positive out-of-sample abnormal returns between 1995 to 2005 …. we show that the technical trading found by our machine learning algorithm is not profitable in recent years. This is apparent in our results from the algorithm's poor performance after 2005" (S. 30/31).

Spezialisierte ETFs sind vor allem für Anbieter attraktiv: Competition for Attention in the ETF Space von Itzhak Ben-David, Francesco Franzoni, Byungwook Kim und Rabih Moussawi vom 17. Januar 2021: "Broad-based ETFs hold diversified portfolios and charge low fees. … Specialized ETFs, in contrast, offer investors exposure to trendy themes at a high cost and low level of diversification. Although the average AUM of these funds is smaller, in the aggregate, they drive about a third of the revenues of the equity-based ETF industry. … Our results suggest that specialized ETFs fail to create value for investors. These ETFs tend to hold attention-grabbing and overvalued stocks and therefore underperform significantly: They deliver a negative alpha of about −4% a year. This underperformance persists for at least five years following launch. …. our evidence suggests that specialized ETFs are launched just after the very peak of excitement around an investment theme, on average" (S. 27).

Faktorinvestments

Warum bleiben so viele aktive Fonds hinter ihren Benchmarks zurück, obwohl viele Faktorprämien angeblich funktionieren? Global Factor Premiums von Guido Baltussen, Laurens Swinkels und Pim Van Vliet von Robeco vom 8. Januar 2021: "We examine 24 global factor premiums across equity, bond, commodity and currency markets via replication and out-of-sample evidence between 1800 and 2016. … Out-of-sample tests reveal strong and robust presence of the large majority of global factor premiums, with limited out-of-sample

decay of the premiums. We find global factor premiums to be generally unrelated to market, downside, or macroeconomic risks in the 217 years of data. These results reveal significant global factor premiums that present a challenge to traditional asset pricing theories".

Faktoreffekte sind sehr sensibel: Factor Hunting: Are Factor Exposures Created Equal? von Shaojun Zhang von Vanguard vom 29. Dezember 2020: factor funds with combinations of various portfolio construction decisions can generate similar target factor exposures, but deliver substantially different factor returns, premium, and comovement. Portfolio construction decisions have profound impact on the performance and risk of factor funds …Non-linearity is an important aspect of the association between factor exposures and factor premium" (S. 16/17).

Der Momentum Moment ist weg: Momentum? What Momentum? Von Erik Theissen und Can Yilanci vom 24. Oktober 2020: "… we find no significant momentum effect in the full sample or in sub-samples of large, small and micro caps. When we consider sub-periods, we find a significant momentum effect for 1963-1979 (albeit with a t-statistic that does not exceed the adjusted 5% critical value as proposed by Harvey et al. (2015)), but not thereafter. …. Our results imply that the momentum effect may actually be much weaker than previously thought, and that the returns to momentum strategies may, to a large extent, be a compensation for risk" (S. 25).

Konzeptionell interessanter neuer Faktor: Beta Uncertainty von Fabian Hollstein, Marcel Prokopczuk und Chardin Wese Simen vom 14. Januar 2021: " … we document an economically and statistically significant negative premium for beta uncertainty. … We find that the pricing patterns of beta uncertainty are consistent with mispricing. In particular, stocks characterized by high beta uncertainty, as well as high short-selling costs, appear overpriced" (S. 28).

Klimawandel: ESG und Impactreporting & Rating

Renommierte Kritiker von Intentionalitäts- und Additionalitätsanforderungen : Impact investments: a call for (re)orientation von Timo Busch , Peter Bruce-Clark, Jeroen Derwall, Robert Eccles, Tessa Hebb, Andreas Hoepner, Christian Klein, Philipp Krueger, Falko Paetzold, Bert Scholtens und Olaf Weber vom 11. Januar 2021: "In the impact investment literature (Brest and Born 2013; Findlay and Moran 2019), two other determinants of impact investments are discussed: intentionality and additionality. We omit both from our typology since their implementation and documentation appear to be difficult to specify and questionable from both an investment and social– environmental perspective. Moreover, both determinants may be the source of many issues and confusion that have confronted the impact investment market in the past. ….To be impact-aligned, no (further) investment-induced change in the real world needs to be a prerequisite".

Hohes ESG Risiko macht Top-Jobs unsicherer: ESG and CEO turnover von Gonul Colaka, Timo Korkeamäki und Niclas Oskar Meyer vom 14. Oktober 2020: "… both nonfinancial stakeholder (E and S) issues and G issues have a significant impact on their own on CEO turnover. … We show that in shareholder oriented common-law countries, negative investor reactions to ESG issues ("market discipline") lead to increased odds of CEO turnover, while

in stakeholder-oriented civil-law countries, both the "market discipline" effect and the level of media exposure ("shaming effect") drive CEO turnover following ESG incidences" (S. 38).

ESG-Befragungen von Investmentprofis neu arrangiert: Future of Sustainability in Investment Management – From Ideas to Reality vom CFA Institute vom Januar 2021: "The report is informed by the views of more than 7,000 industry participants, including 3,500+ retail investors, 920+ asset owners, and 3,050+ investment practitioners. Research was conducted via surveys and virtual roundtables across 31 markets globally" (S. 6). … "An analysis of approximately 1 million investment professionals on LinkedIn found that less than 1% had disclosed sustainability-related skills in their profile" (S. 47). **Mein Kommentar:** Den Befragungen zufolge wird schon sehr viel für ESG gemacht. Seltsam, dass es dann so wenig ESG Erwähnungen in den LinkedIn Profilen gibt.

Großes deutsches ESG Reportingdefizit: Evaluierung und Weiterentwicklung der CSR-Berichterstattung – Nichtfinanzielle Berichterstattung zu Umweltthemen in Deutschland: Ergebnisse einer Forschungsstudie von Christian Lautermann vom Institut für ökologische Wirtschaftsforschung vom 18.12.2020: „Verwendung von Rahmenwerken: • große Vielfalt+Lücken • Empfehlungen zu Klima-Reporting: Befolgung kaum erkennbar (z.B. TCFD, EU-Leitlinien)" (S. 24) … „Biodiversität als wesentliches Thema kommt fast nicht vor" (S. 25). „Große Unterschiede in Qualität, Breite, Tiefe und Darstellung" (S. 27).

Klimawandel: ESG Investments

In eigener Sache: Aktuelle Infos zu meinen Portfolios siehe Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com) und SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com) und 12 Impact- und ESG Portfolios online – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

DWS sieht Outperformancepotential für ESG: ESG outperformance: Not about one factor von Olivier Souliac, Lukas Ahnert, Timur Shaymardanov und Zohaib Saeed von der DWS vom Januar 2021: "… so-called "dark green" ESG indices have displayed outperformance across regions and over time. These indices have also exhibited clear signs of risk reduction in volatile market conditions. … Looking at "dark green" ESG index rules, there are two main construction pillars: exclusions, based on activity involvement and controversies and inclusions, based on ESG rating classification criteria. We consider these two pillars as complementary generators of potential excess returns. This view is also widely supported by academic research. The exclusion approach provides more macroeconomic and single-stock stability thanks to structural shifts in the benchmark while the inclusion pillar generates financial outperformance, notably on the back of shifts in the style footprint" (S. 1).

Grünes Sentiment beeinflusst Aktienkurse: Green Sentiment in Financial Markets: A Global Warning von Marie Bessec und Julien Fouquau vom 20. April 2020: "Our estimation results suggest that environmental media sentiment accounts for part of the variation in stock returns. The index is significant for approximately 25% of the S&P500 constituents. The response varies across different sectors. The impact is negative in energy and materials. Conversely, stock returns are strongly positively related to the sentiment index in real estate

and utilities. An assessment of the results at company level shows that the impact is related to their environmental footprint" (S. 22).

Klimarisiken erhöhen Finanzierungskosten: The Impact of Climate Change on the Cost of Bank Loans von Abdullah Al Masum und Siamak Javadi vom 3. Februar 2020: "We present evidence that the exposure of a firm's customers to climate risk adversely affects that firm's cost of borrowing. Our subsample analyses show that the effect of climate risk is predominantly driven by a subsample of loans that are long-term, issued to poorly rated firms that have relatively high exposure to climate risk." (S. 28).

Gut schweizer Übersicht nachhaltiger Themenfonds: Sustainable Investments Studie 2020 Nachhaltige Themenfonds von Manfred Stüttgen und Brian Mattmann vom Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ vom 18. November 2020:„Aus der Marktsicht fällt auf, dass Themenfonds auf dem Schweizer Fondsmarkt sich häufig auf einem «nachhaltigen» Thema positionieren. In dem von uns analysierten Fondsuniversum zählen wir beispielsweise 184 nachhaltige Themenfonds, der Markt aller Themenfonds beläuft sich in der Schweiz auf 355 Themenfonds (S. 81). … thematische nachhaltige, aktiv gemanagte Aktienfonds gemessen an den «laufenden Kosten» spürbar höhere Gebühren tragen als nicht-thematische nachhaltige, aktiv gemanagte Aktienfonds (S. 82) … die Konzentration des Portfolios als auch die tendenziell geringere Liquidität der investierten Unternehmen – können sich als risikoreich für den Investor herausstellen" (S. 83).

Privatmarktimpact: Impact Investing Decision-Making: Insights on Financial Performance von Dean Hand, Sophia Sunderji, Noshin Nova und Indrani De vom Global Impact Investing Network vom 14. Januar 2021: " this report strives to enable well-informed capital allocation decisions and to allow new players to enter the market armed with credible information. It aspires to enhance transparency on impact investment performance and provide additional insights for impact investors to strengthen their own processes of setting objectives and making decisions. While impact investors that seek market-rate returns can indeed achieve them, financial performance naturally varies with asset class, targeted financial and impact goals, and the diverse strategies they pursue. Given widespread dispersion in financial returns across funds, asset manager selection, along with varying investment strategies and other drivers of performance, clearly play important roles in achieving strong financial performance" (S. 44).

Klimawandel: Voting/Engagement

In eigener Sache: Dirk Söhnholz: „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 Dezember 2020

Grosse (US-) Assetmanager weiterhin mit großen ESG-Defiziten: Asset Managers and Climate Change 2021 – How thee sector performs on portfolios, engagement and resolutions – An InfluenceMap Report vom Januar 2021: "The portfolios managed by the top global firms continue to be misaligned with Paris climate goals in key climate-risk sectors of automotive, oil/gas/coal production, and electric power. … efforts to accelerate the transition

of these companies through engagement and shareholder resolutions by the large asset managers remain mixed and nowhere near forceful enough to drive the necessary changes. Large US managers continue to lag their smaller European peers in this respect. … Fidelity Investments and Vanguard remain out of the Climate Action 100+ process and their transparency on the climate engagement process is poor with minimal references to transitioning companies in line with Paris goals or governance of lobbying practices. … big US players, namely BlackRock, Vanguard, Capital Group, and Fidelity Investments, still declined support for 75% or more of climate-relevant resolutions" (S. 2/3).

Theorie versus Praxis von Investoren: "Climate Action 100+ is an investor-led initiative to ensure the world's largest corporate greenhouse gas emitters take necessary action on climate change**"** **(**About Climate Action 100+ | Climate Action 100+) versus Climate Action 100+ alliance is bigger than Big Oil von Mark van Baal und Mark Ashurst von Follow This vom 12. Januar 2021: "In 2020, Follow This again filed resolutions at Equinor and Shell, while a group of institutional investors filed a similar resolution at Total. One after another, their boards advised shareholders to vote against the emissions targets detailed in our climate resolutions. Each one cited support from CA100+ for their revised "ambitions" to argue that concrete targets are "unnecessary"".

Dabei können die Große durchaus etwas bewirken: The Big Three and Corporate Carbon Emissions Around the World von José Azar, Miguel Duro, Igor Kadach und Gaizka Ormazabal vom 16. Dezember 2020: "This paper examines the role of the Big Three (i.e., BlackRock, Vanguard, and State Street Global Advisors) on the reduction of corporate carbon emissions around the world. …We also find that higher ownership by the Big Three is followed by lower carbon emissions" (S. 31).

Voting über/durch Medien? The Role of the Media in Corporate Governance: Evidence from Shareholder Proposals Alberta Di Giuli und Arthur Petit-Romec vom 13. Oktober 2020: "We find that the media influence the shareholder proposal process: media coverage influences both the probability of being targeted by governance-related shareholder proposals and the number of governance-related shareholder proposals. … Moreover, we find that negative media coverage also makes shareholder proposals more likely to change corporate governance." (S. 28).

Leerverkäufe können positiv sein: Short Selling Efficiency von Yong Chen, Zhi Da und Dayong Huang vom 13. Oktober 2020: "Short selling efficiency (SSE) … significantly and negatively predicts stock market returns both in-sample and out-of-sample, suggesting that mispricing gets corrected after short sales are executed on the right stocks. The predictive power is stronger in the presence of large short interest and during periods of recession, high volatility, and less public information. … Overall, our evidence highlights the importance of the disposition of short sales in stock markets" (abstract).

Klimawandel: Behavioral Finance

Innovative Prognosemethode für Länderkreditratings: Universal time preference von Marc Oliver Rieger, Mei Wang und Thorsten Hens vom 5. Januar 2021: "We have seen that different measurements of time preferences on the country level have a unique underlying

factor, a "temporal fingerprint" …. This resonates with John Rae's conjecture that countries differ in their "effective desire of accumulation," a sociological and psychological factor, which in turn influences the production activity and national wealth. Combining those previous measurements, this factor can be estimated for a large number of countries. The factor has good external validity and can predict various variables connected to time preferences, making it highly useful as a foundation for future studies in this field." (S. 21).

Wie unabhängig sind Investmentberater? Bribing the Self von Uri Gneezy, Silvia Saccardo, Marta Serra-Garcia und Roel van Veldhuizen vom 8. Februar 2020: "In experiments where advisors recommend one of two investments to a client and receive a commission that depends on their recommendation, we vary the timing at which advisors learn about their own incentives. When advisors learn about their incentives before evaluating the available investments, they are more likely to be biased than when they learn about their incentives only after privately evaluating the investments." (abstract).

Fördern CEO-Bonussysteme Betrug? Equity Incentives and Financial Misreporting: Evidence from the Personal Wealth Pursuit Motive of CEOs von Wenjiao Cao, Yuping Jia und Yachang Zeng vom 13. Janaur 2021: " … we find that the instances of misreporting driven by CEO motive for pursuing personal wealth are substantial (41%) … Our findings suggest a high potential cost inherent in equity incentives because using high-delta incentives to compensate managers might lead to a higher probability of wealth-pursuing misreporting" (S. 29).

Es gibt kein perfektes Risikomanagement: Learning about Risk Management: Insights from Unconventional Risk-Takers von Allison Schrager von 5. Oktober 2020: "Risk models are in many ways a parable, an abstraction to assist us in understanding a complex, ever-changing world so we can make decisions. Parables are also often simplified and incomplete, but they too help us learn and make decisions" (S. 17).

Dialektik ist gut für Kapitalisten: Taking a disagreeing perspective improves the accuracy of people's quantitative estimates von Philippe Van de Calseyde und Emir Efendic vom Oktober 2020: "Many decisions rest upon people's ability to make estimates of some unknown quantities. In these judgments, the aggregate estimate of the group is often more accurate than most individual estimates. Remarkably, similar principles apply when aggregating multiple estimates made by the same person – a phenomenon known as the "wisdom of the inner crowd". … we propose the following strategy: combine people's first estimate with their second estimate made from the perspective of a person they often disagree with. In five pre-registered experiments (total N = 6425, with more than 53,000 estimates), we find that such a strategy produces highly accurate inner crowds (as compared to when people simply make a second guess, or when a second estimate is made from the perspective of someone they often agree with). In explaining its accuracy, we find that taking a disagreeing perspective prompts people to consider and adopt second estimates they normally would not consider as viable option, resulting in first- and second estimates that are highly diverse (and by extension more accurate when aggregated)." (abstract).

Präferenzen aus Investments ableiten: Recovering Heterogeneous Beliefs and Preferences from Asset Prices von Anisha Ghosh, Arthur Korteweg und Qing Xu vom 20. Juli 2020:

“insights that investors with dierent beliefs and/or risk preferences optimally choose dierent portfolio holdings and that asset prices reect the beliefs and preferences of the investors who trade in them. Based on these insights, we use observed asset prices to recover the beliefs and preferences of these heterogeneous investors (S. 35) … Investors like the ones who primarily invest in large cap equities are more risk averse and believe that the expected stock market return is strongly countercyclical. On the other hand, investors of the type that invest heavily in small-growth equities (often regarded as the public market counterpart of venture capital backed start-up companies) are substantially less risk averse …. Our ndings oer a potential reconciliation of the seemingly contradictory evidence of procyclical beliefs about the market return in survey data on investors‘ expectations about the stock market versus the countercyclical expected market returns implied by rational expectations representative agent models” (S. 36).

Für Buchautoren sind Fundamentaldaten unwichtig: Investor behavior under growing financial market uncertainty von Vladimir Milovidov vom 9. Januar 2021: “Analysis of the frequency of appearance of the terms indicating investment choice and behavior in English literature from Google book collections indicates the shift of scholars‘ attention to the technologically backed speculative transactions without trading securities‘ fundamental research” (S. 10). … “In a long-run perspective, this may generate the growth of market instability, risks, and uncertainty” (abstract).

Auch das ist mit klassischen Modellen nicht erklärbar: Do Contented Customers Make Shareholders Wealthy? – Implications of Intangibles for Security Pricing von Erik Theissen und Lukas Zimmermann von 9. Januar 2021: “This paper considers the link between intangible assets and security returns by documenting that firms with higher levels of customer satisfaction (as measured by the American Customer Satisfaction Index, ACSI) have higher risk-adjusted stock returns. …standard asset pricing models cannot explain the customer satisfaction premium” (S. 34)

GENDERINVESTMENTS: FRAUEN SIND DOCH NICHT ANDERS UND MEHR UNBEKANNTES RESEARCH (2-2021)

Genderinvestments: Viele der u.g. Beiträge wurden bisher kaum gelesen (s. # „Downloads“ bei SSRN): Hier sind wieder 20 Researchbeiträge zu Big Data, Hedgefonds, Klimarisikomessung, Biodiversitätsinvestments, ESG Reporting, ESG Kommunikation, ESG Ratings, ESG Renditen, ESG Momentum und Ausschlüssen, Angstbias, Fintechs, Robo-Advisors, Regulierung und Genderinvestments bzw. Investments von Frauen:

Investments generell

Neue Aktienerkenntnisse mit mehr Daten: Stocks for the long run? Evidence from a broad sample of developed markets? Von Aizhan Anarkulova, Scott Cederburg und Michael S. O’Doherty vom 19. Januar 2021: “The bootstrap simulations resample returns from a broad cross section of 39 developed countries over the period from 1841 to 2019. … First, the long-term outcomes from diversified equity investments are highly uncertain. … Second, catastrophic investment outcomes are common even with a 30-year horizon … Third, the empirical findings based on the historical record of stock market performance across dozens

of developed markets are notably different from those based on the historical U.S. experience" (S. 28).

Die Performance vieler Hedgefonds ist einfach replizierbar: Hedge Fund Performance under Misspecified Models von David Ardia, Laurent Barras, Patrick Gagliardinic und Olivier Scaillet vom 13. Oktober 2020: "The empirical results reveal that the standard models all produce the same strong performance, possibly because they omit relevant factors. … we examine a set of alternative factors proposed in recent work, including the correlation, variance, carry, and timeseries momentum strategies. Our analysis explains why these factors are likely to drive the returns of hedge funds across different investment categories. It also shows that a simple model formed with these factors achieves a sizeable reduction in hedge fund performance"(S. 32, vgl. auch Faktorinvestments sind schwierig. – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)).

ESG Daten, Ratings und Regulierung

Klimarisiken werden unterschiedlich gemessen: Climate Financial Risks: Assessing Convergence, Exploring Diversity von Julia Anna Bingler, Chiara Colesanti Senni und Pierre Monnin vom December 2020: " …evaluate the convergence of the assessments of firms' exposure to climate risk provided by existing metrics. We study this convergence on a sample of firms based on the issuers, respectively the guarantors, of bonds held by the ECB in its CSPP portfolio as of August 2020. To perform our analysis, we compare the assessments of 12 risk metrics from 10 providers on the exposure to climate risk of the companies in the sample. We find significant heterogeneity between different metrics across the sample (S. 17). … Crucially, assessments tend to converge on which companies are most and least exposed to climate risks. We also find that convergence is higher for metrics based on similar methodologies, and that temperature targets and the time horizon of the scenario matter, although moderately, for the assessment of the relative risk exposure of companies" (S. 18).

Corporate ESG und SDG Reporting weiterhin mit Defiziten: The time has come -The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020 von KPMG IMPACT vom December 2020: "Only around one-quarter of companies surveyed at high or medium risk from biodiversity loss currently disclose that risk in their corporate reporting" (S. 29). "SDG reporting is often unbalanced and disconnected from business goals" (S. 6).

Deutsche Großunternehmen mit schlechter ESG Kommunikation: Neuer IR-Standard ESG: Ready for Sustainable Investing? von Thorsten Greiten vom 10. Dezember 2020: „Keines der untersuchten Unternehmen legt den Anlegern seine Wesentlichkeitsanalyse dar. „Kein Unternehmen kommuniziert in den Roadshow-Unterlagen über den Diskurs mit Mitarbeitern und Stakeholdern zu Nachhaltigkeitsthemen und deren Entwicklung. Die soziale Verantwortung wird so gut wie nicht erwähnt. Nur 13 % der DAX-Unternehmen sprechen die Sustainable Development Goals an. Noch weniger die ESG-Kriterien. Nur 10 % geben an, sich multinationalen Aktionen wie etwa „Ambition for 1.5 C" angeschlossen zu haben".

Die EU wird wohl Einfluss auf ESG Ratings nehmen: Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research von der Europäischen Kommission vom 6. Januar 2021: "There is

an overall demand for greater transparency of objectives sought, methodologies adopted and quality assurance processes in place by sustainability-related rating and data providers. … The timeliness, accuracy and reliability of the output from sustainability-related rating and data providers was a concern raised by companies and asset managers. Investors are demanding more data granularity and have high expectation on data quality, consistency and timeliness, so they can better integrate this into their own financial analysis (S. iv). This existance of bias and low correlation across sustainability-related ratings are broadly recognized across all market participants. …. The potential for conflicts of interest, particularly associated with providers both evaluating companies and offering paid advisory services, was highlighted. … There is a need for a focus on materiality given the extensive breadth of topics covered, and resulting hundreds, if not thousands, of indicators used. … Company sustainability disclosures are considered to lack comparability, consistency and completeness, despite the growth in uptake of the numerous sustainability reporting standards that exist. … A source of frustration is the overall lack of engagement with and by companies on sustainability-related issues, both in terms of insufficient meaningful direct communication with investors on these issues, and the lack of dialogue (and the inability to correct errors) with sustainability-related rating and data providers. … There is a lack of clear and consistent terminology used and a need for clearer and standardized definitions for sustainability-related products and services" (Page v).

Biodiversität ist ein wichtiges aber investmenttechnisch noch nicht abgedecktes Feld: Unearthing investor action on biodiversity von Credit Suisse vom 20. Januar 2021: "Our first-of-its-kind study is an evaluation of how and to what extent investors are addressing biodiversity. … Investors are struggling to identify and consider biodiversity-linked investment opportunities. Biodiversity needs to be made more digestible and measurable for investor concerns to translate into investment action …. More than half of the respondents believe biodiversity will be one of the most important topics in the investment community by 2030" (S. 7).

Genderinvestments: ESG Investments

Aktive ESG Fonds nutzen nur wenige harte Ausschlüsse: Better Together: Policy Benchmarks, Active Equity and ESG How ESG indexes can complement active management von Anil Rao, Guido Giese, Raman Subramanian und Zoltan Nagy von MSCI vom Januar 2021: "The actively managed funds in our study—even those with relatively strong ESG profiles based on MSCI fund ratings methodology—often did not apply the most common values-based exclusions. These include, for example, standards related to a portfolio's exposure to fossil-fuel extraction, ties to firearms production or noncompliance with the United Nations Global Compact" (S. 3, vgl. auch ESG-Investments: Warum weder aktive Fonds noch ETFs ideal sind – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)).

Gute ESG Aktienrenditen in Emergings Marktes: SRI/ESG: recent trends for Emerging Markets Funds von Cameron Brandt und Vik Srimurthy von Informa vom Januar 2021: "Investors steering money into SRI/ESG EM Equity Funds are, on average, getting a better return (before fees) than they would from nonSRI/ESG funds. SRI/ESG EM Bond Fund performance still lags unconstrained funds. … The goals embedded in ESG strategies are often at odds with the political imperatives of EM governments. There are signs that, in the

case of Russia, investors are questioning whether SRI/ESG Funds can really move the needle" (S. 3).

ESG Momentum enttäuscht: Backtesting ESG Factor Investing Strategies von Daniela Hanicová und Radovan Vojtko vom 15. Juli 2020: we can conclude that factor strategies based on ESG scoring seem profitable during the last several years. Our findings confirm the broader trend of recent outperformance of strategies based on ESG. What surprised us is that the ESG level had better performance than the ESG momentum. … ESG scoring seems to be applicable to use in the portfolio as an addition to other better-known factors" (in "Conclusion", ohne Seitenangabe).

Genderinvestments: Behavioural Finance

Angstbias führt zu höheren Preisen. Fear in the Stock Market: How COVID-19 Affects Preference for High- and Low- Priced Stocks von Jorge Pena-Marin, Rashmi Adaval und Liang Shen vom 11. Januar 2021: "An analysis of the S&P 500 stock prices during the COVID-19 market crash showed that high-priced stocks outperformed lowpriced ones …. Experimental data further confirmed that fear induced by thoughts about the pandemic increased individuals' preference for high-priced stocks when they were forced to choose one stock from a set of alternatives …. Although fear generally decreased the preference for stocks when the market trended downward, this decrease was less for high-priced stocks than for low-priced ones".

Genderinvestments – **Gender erklärt nichts (1):** Quantifying Loss Aversion: Evidence from a UK Population Survey von David Blake, Edmund Cannon und Douglas Wright vom 16. März 2020: "Our study shows that women are more loss and risk averse than men, but this is no longer the case when we condition, suggesting that gender differences can possibly be explained by other factors, such as income differences" (S. 46).

Genderinvestments – **Gender erklärt nichts (2):** Risk Attitude and Capital Market Participation: Is There a Gender Investment Gap in Germany? von Jan-Chrsitian Fey, Oliver Lerbs, Carolin Schmidt und Martin Weber vom 19. Januar 2021: "Our results confirm the common view that women are not very active in the capital market. However, their limited capital market participation can only be explained to a small extent by their gender and much more by their relatively low risk tolerance. … we document larger discounts in capital market participation for financially illiterate households and premiums for households seeking investment advice. … While men more often invest in individual, listed shares and certificates, their female counterparts prefer to diversify by investing higher fractions of their wealth in fund shares and lower fractions in listed shares and certificates …" (S. 39/40). **Mein Kommentar:** Das erinnert mich an die Arbeit meiner Tochter. Sie hat herausgefunden, dass Migrationshintergrund nicht entscheidend ist für eine schlechte Partizipation, vgl. The social participation of children with migration backgrounds.

Genderinvestments – **More women, more risk:** Risk-Taking in Impact Investing: The Role of Gender and Experience von Luisa Alemany, Mariarosa Scarlata und Andrew Zacharakis vom 11. Januar 2021: "Relying on gender role congruity theory, this paper investigates the relationship between the gender of the top management team of venture philanthropy (VP)

firms and their risk-taking orientation. …. we find that only gender affects the risk-taking orientation in these firms …whereby teams with a higher proportion of women have a higher risk-taking profile" (abstract).

Genderinvestments: Fintechs und Robo-Advisors

Fintech kann sehr viel Wert für Staaten schaffen: COVID-19: Making the case for robust digital financial infrastructure von Olivia White et al. von McKinsey vom Januar 2021: "we studied a sample of 12 government economic disbursement programs for both individuals and small and medium-size enterprises (SMEs) in seven countries—Brazil, India, Nigeria, Singapore, Togo, the United Kingdom, and the United States. … we estimate that the potential economic gain from building robust digital financial infrastructure is about 20 percent greater now than it was before the pandemic. Before the COVID-19 crisis, we estimated the potential economic gain by 2030 from applying basic and advanced digital ID to a wide range of interactions between individuals and government and nongovernmental institutions to be in the range of 3 to 13 percent of GDP" (S. 2).

Fintech-Zentralbankenresearch: Fintech: What's Old, What's New? Von Arnoud Boot, Peter Hoffmann, Luc Laeven und Lev Ratnovski vom Dezember 2020: „The key new development is the abundance of non-financial data, including from digital footprints, which can be used in financial services provision. Thanks to large volumes, these data can be analyzed using machine learning and artificial intelligence, which gives rise to economies of scale in data usage and thus benefits large technology firms and other platform intermediaries. … New distribution channels enable the entry of specialized financial service providers with a focus on activities that do not require access to deep balance sheets, such as payments and asset management. … While digital platforms' focus on retail customers and SMEs limits their reach, the increasing relevance of cloud computing services enables large technology firms to directly engage with large corporate clients, and thus compete with banks in financial services provision to this clientele as well" (S. 25).

Der Zweigstellenabbau von Banken wird wohl weitergehen: It's The End of Bank Branching As We Know It (And We Feel Fine) von Jan Keil und Steven Ongena vom 16. Oktober 2020: "1) De-branching and technology go hand-in-hand at the country level, less so across the US in counties and for individual branch closures; 2) Worse economic conditions and bank fragility spur debranching rather robustly; and 3) Mergers and Acquisitions correspond strongly to debranching, especially when banks are targets and there is a network overlap between the involved banks" (S. 12).

Banken können von Fintechs profitieren: Cutting Operational Costs by Integrating Fintech into Traditional Banking Firms von Linda Allen, Yu Shan, Yi Tang und Alev Yildirim vom 8. Januar 2021: "… banks with higher Fintech integration experience increases in their operational efficiency when adapting to industry shocks and regulatory policy changes. Finally, bank acquisitions of higher Fintech score bank targets increase the post-merger banks' Fintech scores and improve operational efficiency" (S. 21).

Positive Robo-Advisor Effekte: Robo-Advising for Small Investors von Milo Bianchi und Marie Brière vom December 2020: "We have found that having access to a robo-advisor

induces investors to pay more attention to their portfolios, to increase their trading activities and their exposure to risk, and it results in higher risk-adjusted returns. We have shown that an important dimension of these effects is dynamic: the robo is able to induce investors to rebalance their portfolio in a way that get them closer to the target allocation. We have also found that these effects are particularly strong for investors with smaller portfolio, who are less likely to be served by traditional advice." (S. 21).

Hybrid ist gefragt: The Needs and Wants in Financial Advice: Human versus Robo-advising von Alberto Rossi und Stephen Utkus vom 8. Januar 2020: "We provide evidence that traditionally-advised individuals hire financial advisors largely to satisfy needs other than portfolio return maximization. These needs include acquiring "peace of mind," having access to the opinions of an expert and delegate financial decisions. We also show the majority of investors do not know how much they pay for financial advice …. Robo-advised investors are instead more interested in self-improvement and the financial performance of their portfolio. These traits are also prevalent among the traditionally advised investors inclined to switch to robo-advising, in addition to their technological attitude. Even robo-advised investors, however, value greatly the possibility to reach out and interact with humans" (S. 22, vgl. auch Hybridmodelle: Worauf traditionelle Finanzdienstleister bei Robo-Advisors achten sollten – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)).

ESG Metastudie und mehr neues Research (2-2021)

ESG Metastudie, Corona, Erdgas, CO2 Preise, Outsourcing, Biodiversität, Fleisch, Intelligenz, Faktorinvesting, Hedgefonds, Bitcoin, Kunst, Aufsichtsräte, CSR, Gender, Impactinvesting, ESG News, Robinhood, Robo-Advisors, Direct Indexing, Algorithmen, Behavioral Finance, SRI und Frauen sind die Themen der wieder über 30 aktuellen Researchberichte und News:

Klimaumfeld

Klimawandel hat Corona gefördert: Shifts in global bat diversity suggest a possible role of climate change in the emergence of SARS-CoV-1 and SARS-CoV-2 von Robert Beyer, Andrea Manica und Camilo Mora vom 26. Januar 2021: "Bats are the likely zoonotic origin of several coronaviruses (CoVs) that infect humans …. The number of CoVs present in an area is strongly correlated with local bat species richness, which in turn is affected by climatic conditions that drive the geographical distributions of species. Here we show that the southern Chinese Yunnan province and neighbouring regions in Myanmar and Laos form a global hotspot of climate change-driven increase in bat richness. …. Accounting for an estimated increase in the order of 100 bat-borne CoVs across the region, climate change may have played a key role in the evolution or transmission of the two SARS CoVs".

Erdgas schadet: Ausbau der Erdgas-Infrastruktur: Brückentechnologie oder Risiko für die Energiewende? Von Hanna Brauers, Isabell Braunger, Franziska Hoffart, Claudia Kemfert, Pao-Yu Oei, Fabian Präger, Sophie Schmalz, Manuela Troschke von Scientists for Future vom 29. Januar 2021: „Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der Bau neuer Erdgasinfrastruktur nicht benötigt wird, den Ausbau von Erneuerbaren Energien sowie Maßnahmen zu Energieeffizienz und -suffizienz ausbremst, Lock-In-Effekte über den

Zeitpunkt der von der EU bereits beschlossenen vollständigen Dekarbonisierung bis 2050 hinaus schafft und hohen Wertverlust von Investitionen bedeuten kann“ (S. 7).

CO2-Preise sind effektiver als Subventionen: Effectiveness of climate policies: Carbon pricing vs. subsidizing renewables von Klaus Gugler, Adhurim Haxhimusa und Mario Liebensteiner vom 24. Dezember 2020: “While Germany relies on heavy subsidies for renewables but on a weak price for carbon certificates (EUA) from the EU Emission Trading System (ETS), its emissions hardly declined. To underpin the low EUA price, Britain introduced a unilateral tax on power sector emissions, the Carbon Price Support (CPS). Within only five years, carbon emissions declined by 55%. Our results demonstrate that in the power sector, even a modest carbon price (~€30/tCO2) can induce significant abatement at low costs within a short period as long as “cleaner” gas plants exist to replace “dirty” coal plants. We also find that carbon pricing is superior to subsidizing wind or solar power in these two countries” (abstract).

Unternehmen verlagern CO2 Emissionen an ausländische Lieferanten: Outsourcing Climate Change von Rui Dai, Rui Duan, Hao Liang und Lilian Ng vom 2. Februar 2021: “Our study exploits several newly available firm-level emissions and imports data …. We find robust evidence that U.S. corporations reduce direct carbon emissions in local markets at the expense of increasing indirect emissions through outsourcing polluted products abroad“ (S. 30).

Wir sehen nur die Spitze des Dreckberges: Transparency to Transformation: A Chain Reaction CDP Global Supply Chain Report 2020 vom Februar 2021: “US$1.26 tn Total financial impact reported by suppliers due to environmental risks (climate change, deforestation and water insecurity) expected in the next five years. … A subset of the environmental risks will lead to direct costs of US$120 billion within five years which are likely to be passed up the chain to buyers. …Supply chain emissions are on average 11.4 times higher than operational emissions, more than double previous estimate, due to more comprehensive emissions accounting” (S. 4/5).

Bodiversitätsumfeld

Buchtipp zu Biodiversität: Überleben – Zukunftsfrage Artensterben: Wie wir die Ökokrise überleben von Dirk Steffens und Fritz Habekuss von 2020 (kostenpflichtig): Wer sich fragt, ob man bei den Millionen von Arten nicht auf einige verzichten kann, findet hier gut geschriebene Argumente von Wissenschaftsjournalisten, warum das kritisch sein kann, denn „alles ist mit allem verbunden“ (S. 7). Die Autoren schreiben am Ende „Wir haben keine einfachen Lösungen für komplexe Probleme gefunden“ (S. 231). Man muss den Vorschlägen der Autoren nicht zustimmen, aber nichts zu tun ist ganz sicher falsch.

>**600 Seiten zu Biodiversität:** The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review vom 2. Februar 2021: “We are facing a global crisis. We are totally dependent upon the natural world. It supplies us with every oxygen-laden breath we take and every mouthful of food we eat. But we are currently damaging it so profoundly that many of its natural systems are now on the verge of breakdown. … This comprehensive, detailed and immensely important report is grounded in that understanding. It explains how we have come to create these problems and

the actions we must take to solve them. It then provides a map for navigating a path towards the restoration of our planet's biodiversity. Economics is a discipline that shapes decisions of the utmost consequence, and so matters to us all. The Dasgupta Review at last puts biodiversity at its core and provides the compass that we urgently need. In doing so, it shows us how, by bringing economics and ecology together, we can help save the natural world at what may be the last minute – and in doing so, save ourselves." (Seite 1/2).

Fleisch frisst uns auf: Food system impacts on biodiversity loss – Three levers for food system transformation in support of nature von Tim Benton, Carling Bieg, Helen Harwatt, Roshan Pudasaini und Laura Wellesley von Chatham House vom 3. Februar 2021: "Over the past 50 years, the conversion of natural ecosystems for crop production or pasture has been the principal cause of habitat loss, in turn reducing biodiversity. … As a major contributor to global greenhouse gas emissions, our food system is also driving climate change … global dietary patterns need to converge around diets based more on plants, owing to the disproportionate impact of animal farming on biodiversity, land use and the environment. Such a shift would also benefit the dietary health of populations around the world, and help reduce the risk of pandemics. Global food waste must be reduced significantly …" (S. 2).

Werden wir immer dümmer? Are 'Flow of Ideas' and 'Research Productivity' in secular decline? von Peter Cauwels und Didier Sornette vom 24. Oktober 2020: "we constructed a series of indices to quantitatively study the historical evolution of fundamental scientific knowledge between 1750 and 1988. The first series, called the Flow of Ideas indices, give the number of protagonists (great discoverers and inventors), from different scientific disciplines and geographical areas, who are active in their professional career, for each year. The second, called the Research Productivity indices give the per capita (per million) result of the first series. …a consistent decline is observed across the board since the early 1970s, both for the 'Flow of Ideas' and the 'Research Productivity'. …It is striking that the digital revolution, coinciding with the so-called industry 4.0 is absolutely absent in this dataset. This suggests that this is mainly driven by innovation and exploitation of existing knowledge, and not by discovery and invention, or new explorations" (S. 24).

Investments generell

Die meisten Investmentstrategien sind falsch: The failure of anomaly indicators in finance von David Bailey vom 1. Februar 2021: "… the only long-term solution is education — all researchers and investment practitioners in finance need to be rigorously trained in modern statistics and how best to use these tools. Special attention should be paid to showing how statistical tests can mislead when used naively or carelessly. Note that this training is needed not only for students and others entering the work force, but also for many who are already practitioners in the field. This will not be easy, but is needed for the field to move forward in a high-tech world" (vgl. PureESG ist besser als als SmartESG – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Hedgefonds bringen es nicht: What about Hedge Fund Drawdowns? Von Rodney Sullivan vom 11. Februar 2021: "In a recent JAI article, I discussed how risk-adjusted alpha for hedge funds has been in a slow but steady decline since the 2008 Global Financial Crisis (S. 1) …. the degree of hedging away of systematic risk by hedge funds appears to be diminishing as

evidenced by rising correlations between stocks and hedge funds now approaching 90% and equity betas approaching their highs of 0.45. Also, the observed drawdowns of our various hedge fund composite portfolios during the turbulent periods of 2008-09 and 2020, have been more in line with that seen by a traditional 50/50 portfolio, arguably a reasonable benchmark portfolio given the typical level of hedging of systematic risk exposure by hedge funds overall" (S. 2).

Bitcoin-Skepsis: Does Your Portfolio Need Bitcoin? Von Amy Arnott von Morningstar vom 1. Februar 2020: "Overall, I'm skeptical about the case for bitcoin as an investment asset. Its popularity with momentum investors and speculative buyers makes it prone to pricing bubbles that will eventually burst. It's also nearly impossible to pin down what its underlying value should be".

Kunst von Frauen ist günstig: Gendered Prices von Renée Adams, Roman Kräussl, Marco Navone und Patrick Verwijmeren vom 25. Januar 2021: "… we find that there is a substantial discount in art auction prices for paintings by female artists. … The gender discount varies over time and across countries, and correlates with cultural factors related to gender inequality (such as the percentage of women in parliament in the country and year of the auction)—evidence that is difficult to reconcile with arguments about the nature of genius or "genetic" explanations" (S. 40).

ESG Metastudie: Governance, Diversity

Aufsichtsräte nehmen wichtige Risiken nicht ernst: Board Risk Oversight and Environmental and Social Responsibility von Hami Amiraslani, Carolyn Deller, Christopher D. Ittner und Thomas Keusch vom 21. Oktober 2020: "While prior research shows that E&S issues can affect a firm's risk profile and consultants advise boards to monitor the management of E&S risks within their broader risk oversight duties, recent surveys indicate that the majority of directors question whether E&S issues actually represent significant risks and report that corporate boards do not have a strong understanding of the impact of E&S issues on their respective companies. This apparent disconnect between calls for boards to incorporate E&S issues in their risk oversight responsibilities and survey responses from directors raises important questions regarding the extent to which more robust board risk oversight has consequences for companies' E&S ratings, practices and outcomes" (S. 33/34).

Bringen neue Aufsichtsräte keine Verbesserungen? Do Activist Director Add Value? Von Thomas Kushner und Khawaja Mamun vom 25. Januar 2021: "Our data covers a complete list of activist hedge fund directors, their tenure, and operating performance and returns associated with their board service. … We find scant statistically significant evidence that activist hedge funds that nominate directors by winning a proxy contest or by consulting with management generate long-term value for shareholders in the form of superior operating performance and outsized monthly returns during their board tenure" (abstract). Mein Kommentar: Das Potential von Engagement wird meiner Meinung nach stark überschätzt, vgl. mein Beitrag „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 vom Dezember 2020 (Kostenpflichtig)

CSR Komittees können Performance steigern: Do chief sustainability officers and CSR committees infuence CSR-related outcomes? A structured literature review based on empirical-quantitative research findings von Patrick Velte und Martin Stawinoga vom 26. Dezember 2020: "Our analysis shows that CSR committees positively influence CSR reporting and performance. Thus, there are indications that the implementation of a CSR committee is not a symbolic act, but instead substantively contributes to CSR activities. However, in light of inconclusive empirical research results and a lack of studies that have analysed CSO-related effects, a notable research gap has been identifed. Moreover, we note the main limitations of prior research in this review and develop an agenda with useful recommendations for future studies" (abstract).

Gender Diversity bringt gute Performance: More than a buzzword – Assessing the financial and transparency effects of corporate gender diversity von Daniel Getler, CFA, Min Low und Emily Matthews von Arabesque s-Ray Research vom 29. Januar 2021: "Over the period of this study, more gender diverse firms outperformed the universe, while less gender diverse firms underperformed. … In addition to absolute outperformance, we can see that gender diverse firms also had greater risk-adjusted returns than those with poor gender diversity, as indicated by the Sharpe and information ratios. …Furthermore, firms with greater gender diversity tend to have higher profitability and higher valuation multiples, shown here by the median return on equity and price to book ratios" (S. 4/5); vgl. eine eigene Untersuchung mit ähnlichen Ergebnissen von 2014 140227 ESG Paper_V3 1 (cfasociety.org)

ESG Metastudie: Impact und ESG Renditen

Impact mit Impactinvesting: Impact Investing in Deutschland 2020 – Ein dynamischer Wachstumsmarkt Marktstudie Langfassung von Volker Then und Tobias Schmidt et al. von der Bundesinitiative Impact Investing vom Februar 2021: „Der deutsche Impact Investing Markt ist von deutlichem Wachstum geprägt und findet seinen Weg in den Mainstream. …. Insgesamt ist zu konstatieren, dass der Markt von einer überaus großen Vielfalt geprägt ist und sich in den letzten 5 Jahren erheblich vergrößert hat. …. Triebfeder dieses Wachstums sind, laut Erhebung, insbesondere Stiftungen und Family Offices …. Vielmehr zeigt sich, dass Impact Investments eine sehr starke finanzielle Performance erzielen und zugleich die angepeilten sozialen bzw. ökologischen Erträge davon nicht beeinflusst werden. Nach Aussagen unserer Interviewpartner bestätigte sich diese Resilienz des Impact Investing Marktes auch in der während unserer Studie akut werdenden Covid19-Krise" (S. 50). Mein relative Impact Ansatz siehe Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

ESG Investing kann sich auszahlen: Firm-Level ESG News and Active Fund Management von Linquan Chen, Yao Chen, Alok Kumar und Woon Sau Leung vom Dezember 2020: "Using a novel measure of firm-level ESG news, we find a positive relation between ESG news index and mutual fund holdings at the fund-firm pair level. We also find that firms with more positive ESG news have higher aggregate mutual fund ownership. … we find that managers actively respond to ESG news to attract investor flows, especially during periods with stronger ESG demand. … Managers with higher propensity to trade on ESG news earn higher risk-adjusted returns. …. we find that managers who are more experienced

in sustainable investing respond more strongly to ESG news and achieve superior risk-adjusted returns" (S. 32).

Neue ESG Metastudie: 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: examine the relationship between ESG and financial performance in more than 1,000 research papers from 2015 – 2020: "Improved financial performance due to ESG becomes more marked over longer time horizons. ESG integration, broadly speaking as an investment strategy, seems to perform better than negative screening approaches. … ESG investing appears to provide downside protection, especially during a social or economic crisis. … Sustainability initiatives at corporations appear to drive better financial performance due to mediating factors such as improved risk management and more innovation …. Studies indicate that managing for a low carbon future improves financial performance. … ESG disclosure on its own does not drive financial performance" (S. 3). **Mein Kommentar:** Nur 6 bis 14% aller Studien zeigen negative Zusammenhänge versus 33 bis 58% der Studien mit positiven Zusammenhängen (S. 4).

Für Großanleger: Asset Owner Technical Guide Investment Manager Monitoring Guide von den Principles for Responsible Investment vom 27. Oktober 2020: "The aim of this manager monitoring guidance is to: Promote consistency in reporting formats for both asset owners and investment managers; Help asset owners understand if the manager's approach to responsible investment is aligned with its own; Reduce the number of variances in requests for information from investment managers; and Promote comparability between managers" (S. 4).

ESG Metastudie: Robo-Advisors

Haben Robinhood et al. negative Markteffekte? Zero-Commission Individual Investors, High Frequency Traders, and Stock Market Quality von Gregory Eaton, Clifton Green, Brian Roseman und Yanbin Wu vom 1. Februar 2021: "Our evidence suggests that zero-commission investors in aggregate behave as noise traders, with changes in Robinhood ownership being unrelated to future returns … Our analysis indicates that during platform outages when zero-commission trading is restricted, stocks favored by Robinhood users experience reduced bid-ask spreads and price impacts as well as lower return volatility, suggesting that Robinhood investors may negatively impact market quality. … The evidence suggests that the lower market quality associated with zero-commission investors is best explained by uninformed trading rather than predatory HFTs" (HFT: High Frequeny Traders, S. 26/27).

Der Weg zu ganzheitlichen Robo-Advisors: New Frontiers of Robo-Advising: Consumption, Saving, Debt Management, and Taxes von Francesco D'Acunto und Alberto Rossi vom 2. Feburar 2021: "Traditional forms of robo-advice were targeted to help individuals make portfolio allocation decisions. Based on the balance-sheet view of households, the scope for robo-advising has been expanding to many other personal-finance choices, such as households' saving and consumption decisions, debt management, mortgage

uptake, tax management, and lending. This chapter reviews existing research on these new functions of robo-advising with a special emphasis on the questions that are still open for researchers across several disciplines. We also discuss the attempts to optimize jointly all personal finance decisions, which we label "holistic robo-advisors"" (abstract).

Offlinehandel schneller als Onlinehandel? The Latest In Financial #AdvisorTech (February 2021) von Michael Kitces vom 1. Februar 2020: "Walmart Enters FinTech To Create A (Non-Advice) Financial Products Superstore? … the biggest limiting factor for advisors serving the masses isn't the cost to deliver services but the cost to acquire the clients in the first place, in a world where the average Client Acquisition Cost for a financial advisor is still more than $3,100 per client. …. one of the most straightforward ways to rapidly scale the distribution of a new FinTech solution is simply to cross-sell it to existing customers as a means of expanding wallet share. Which makes it not at all surprising that this month, the world's largest retailer, Walmart, announced that it has entered into a FinTech partnership with Ribbit Capital (one of the venture capital firms behind Robinhood) to start developing "unique and affordable financial products" for Walmart customers (and employees). … Walmart …. currently reaching as many as 40% of all Americans on a weekly basis and also serving as the world's largest private employer." **Mein Kommentar:** Zu dem Thema Diversifikation nicht-traditioneller Anbieter in Finanzdienstleistungsmärkte (kostenpflichtig) habe ich meine Doktorarbeit geschrieben.

Intransparente Robo Advisor Algorithmen: An Examination into the Investor Protection Properties of Robo-Advisory Services in Switzerland von Félix E. Mezzanotte vom 25. Januar 2021: "… the use of algorithms was barely disclosed in the RA websites. Only a few RAs openly explained to customers their reliance on algorithms for decision-making. None of the RA websites identified technically the type of algorithm they use, nor provided information as to how the algorithm was designed or governed (whether and how it was tested, supervised, updated, and so on). The extent to which the RA's staff may assist, or even voluntarily adjust or replace functionally, the algorithm was also unclear. Drawing from these RA websites, the question as to who ultimately elaborates or produces the advice finds no evident answer" (S. 13); vgl. auch Sind Robo-Advisors transparent und besser als traditionelle Vermögensverwalter? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Robo-Consolidation, ESG, Direct Indexing und mehr: Bringing Transaprency to Robo Investing – Robo Report © 4th Quarter 2020 von Backend Benchmarking vom Februar 2020: "… 2020 was a blockbuster year in terms of closures and acquisitions. Motif, a pioneer, closed its doors and sold technology to Schwab and clients to Folio. Empower purchased Personal Capital. Schwab purchased TD Ameritrade and Morgan Stanley purchased E*Trade. … Large incumbent firms launched an array of free financial planning products as a way to initiate relationships with clients who might not be ready for a paid investment advice relationship. … the widening availability of fractional shares and the demand for more tailored portfolios could lead to a large rise in the use of direct indexing (S. 3/4). …. In the next decade, direct indexing may break this mold and give financial advisors the ability to provide both scalable and customizable asset management. …. it may have profound consequences in ESG investing, tax optimization, and thematic investing (S. 24) …. After launching three new SRI portfolio options in October last year, Betterment shared that year-to-date SRI assets under management grew at six times the rate of assets in its traditional core portfolio" (S. 25).

ESG Metastudie: Wealthtech

Noch ein großer Direct ESG Indexing Anbieter: Quant Shop QMA and JustInvest Partner to 'Democratize' Custom ESG Portfolios von Michael Thrasher vom 2. Februar 2021: "PGIM's $120 billion asset manager is leveraging Just Invest's platform to offer separately managed accounts with minimums starting at $50,000"; vgl. auch Direct ESG Indexing: Die beste ESG Investmentmöglichkeit auch für Privatkunden? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Meinen die mein Unternehmen Diversifikator? How wealth and asset managers can leverage ecosystems to catalyze growth von Andre Veissid und Gaurav Joshi von Ernst& Young vom 21. Januar 2021: "By partnering with specialists to provide leading-class environmental, social and governance (ESG) and thematic fund options, wealth managers can solidify relationships with mass-affluent customers as their needs evolve. We expect global financial services firms will continue to partner with more technology-focused asset managers that have expertise in ESG investing to allow advisors to create personalized values-based portfolios for clients who increasingly care about the social impact of their investments".

ESG Metastudie: Behavioral Finance

Marktunsicherheit kann ESG Investments fördern: Social Responsibility in the Time of Uncertainty: A natural experiment von Ola Mahmoud und Julia Meyer vom 1. Februar 2021: "Using the COVID-19 induced stock market crash as a natural experiment, we identify a positive causal effect of heightened market uncertainty on preferences for social responsibility. … experimental evidence, which suggests three behavioral mechanisms that are likely affected by the crisis driving this shift in preferences. First, investors view socially responsible assets as less risky and uncertain. Second, the crisis triggered an increase in prosocial preferences in general. Third, the affect heuristic, in which the emotional response acts as a mental shortcut in relation to a stimulus, triggers favorable expectations of socially responsible investment performance" (S. 39/40).

Genderless Language mit positiver Wirkung: Sex, language, and financial inclusion von Francis Osei-Tutu und Laurent Weill vom 22. Januar 2021: "Our key finding is that language gender marking affects women's financial inclusion. The gender gap in the probability of having a formal account, formal credit, and formal saving is greater in countries with gendered languages than in countries with genderless languages. … We also observe that language gender-marking enhances the gender gap in access to credit for all loan motives and all sources of borrowing, formal or informal" (S. 23).

Frauen handeln an der Osloer Börse (OSE) manchmal besser als Männer: Insider trading, risk aversion, and gender von Espen Eckbo und Bernt Arne Ødegaard vom 20. Juli 2020: "… there is no evidence that insiders on the OSE succeed in 'buying low and selling high' … , female insiders are somewhat better able to time their stock purchases … , the weight of this evidence points to a female director risk aversion that is no higher than male director risk aversion …" (S. 22/23).

Aktienverluste können (Frauen) verletzen: When Paper Losses Get Physical: Domestic Violence and Stock Returns von Tse-Chun Lin und Vesa Pursiainen vom 13. Oktober 2020: "We find a significant negative relationship between weekly local stock returns and the incidence of domestic violence from Friday to Sunday in the same week. … If the volatility of the stock market causes variation in utility that is larger than that caused by the purely financial component of utility, then standard economic models measuring utility only by wealth might underestimate the total "risk" of stock investments" (S. 24).

Aktienverluste können töten: Killing in the Stock Market: Evidence from Organ Donations Spencer Barnes vom 21. November 2020: "Daily individual patient records for every organ transplant capable hospital in the United States from 1987 to 2018 indicate a negative relationship between stock market returns and deaths. Stress related deaths, such as heart attacks, strokes, and suicides, are the most pronounced around stock market movements" (abstract).

MARKOWITZ UPDATE, ESG, IMPACT UND MEHR (3-2021)

Mehr als 30 neue Researchbeiträge zu Armut, Ernährung, Subventionsabbau, Quantum-Computing, Bankmanagern, Buchhaltern, Greenwashing, Aufsicht, Transparenz, Impact, Markowitz, naiven Allokationen, Marktmacht, Quantinvesting, ETF Flows, ESG Ratings, Klimamessung, Anleihen, Engagement, Robo-Advisors, Smartphones und Nudging:

Umfeld

Umweltveränderungen mit breiter Wirkung: Making Peace with Nature – A scientific blueprint to tackle the climate, biodiversity and pollution emergencies vom United Nations Environment Programme vom Februar 2021: "Environmental changes are undermining hard-won development gains by causing economic costs and millions of premature deaths annually. They are impeding progress towards ending poverty and hunger, reducing inequalities and promoting sustainable economic growth, work for all and peaceful and inclusive societies" (S. 13).

Bio-positiv statt Bio-negativ: Ein Neues Bio: Gesunde Ernährung für 10 Milliarden Menschen im Einklang mit Natur und Umwelt von Michael Braungart vom 17. Februar 2021: „Während bestehende Bio-Initiativen vor allem auf ein Verbot bestimmter Substanzen und Produkte abzielen, formuliert dieser Artikel langfristige positive Ziele für ein Neues Bio. … Technische Innovationen sowie neue ökonomische Strategien müssen genutzt werden, um den Erfolg des Neuen Bios zu sichern. Eine großflächige, produktive Landwirtschaft mit positivem Fußabdruck kann die globale gesellschaftliche und ökologische Situation drastisch verbessern".

Besseres Klima durch weniger Subventionen? Zehn klimaschädliche Subventionen sozial gerecht abbauen – ein Zeitplan – Eine Studie des Forums Ökologisch-Soziale Marktwirtschaft im Auftrag von Greenpeace vom 25. Februar 2021: „Fast alle Subventionen haben ein Volumen von mehreren Milliarden Euro. …. Auch zeigt sich, dass der Status Quo der klimaschädlichen Subventionen in vielen Fällen vor allem reicheren Haushalten nutzt und der Subventionsabbau sozialverträglich gestaltet werden kann" (S. 7).

Quantum-Computing kann helfen: A Quantum Advantage in Fighting Climate Change von Jean-Francois Bobier, Jens Burchardt und Antoine Gourevitch von der Boston Consulting Group vom 22. Januar 2021: "Quantum computing could help bring more low-carbon technologies into economic reach".

Wird Armut vererbt? Two generations of siblings and cousins correlations across the ancestors' wealth distribution von Marco Colagrossi , Claudio Deiana, Andrea Geraci , Ludovica Giua und Gianluca Mazzarella vom 22. Januar 2021: "We find that cousins and siblings correlations in earnings vary substantially across ancestors' wealth quantiles. …. Even in the relatively equal and wealthy Netherlands, misfortunes are transmitted across generations".

Aufsicht und Regulierung(slücken)

Profitieren nur die Bankmanager? Are Bigger Banks Better? Firm-Level Evidence from Germany von Kilian Huber vom Oktober 2020: "I digitize new microdata on German firms and their relationship banks and examine how the bank consolidations affected the growth of banks and their borrowers. I find no evidence that increases in bank size raised the growth of borrowers. … The consolidating banks themselves did not increase lending, profits, or cost efficiency, relative to comparable other banks" (S. 24). " … managers of the treated banks … benefited in two ways: through greater salaries and media presence" (S. 22).

Nur ein guter Eid alleine reicht noch nicht: The Banker's Oath And Financial Advice von Utz Weitzel und Michael Kirchler vom 10. Februar 2021: „Since 2015 every employee working in the financial sector in the Netherlands is legally required to take the so-called banker's oath. We study whether moral nudges that directly or indirectly remind bank employees of their oath affect their financial advice in an ethical dilemma. … nearly half of all financial advisers (46.3%) prioritize loans in their recommendations. Direct moral nudges, however, significantly decrease the likelihood that recommendations prioritize product sales by more than 16 percentage points to only 29.9%" (S. 27/28).

Gute Jobchancen für böse Buchhalter: Recruiting Dark Personalities for Earnings Management von Ling Harris, Scott Jackson, Joel Owens und Nicholas Seybert vom 25. Januar 2021: "This paper provides provocative evidence about the types of individuals who are hired into positions of power and authority in the accounting function of organizations. … in the presence of earnings management pressure, job candidates who possess more dark personality traits (i.e., Candidate A) are more likely to be hired than candidates who possess fewer dark personality traits (i.e., Candidate B). …. Our results arise despite the fact that (1) Candidate A is considered to be a significantly worse manager than Candidate B, (2) Candidate A is perceived to be more likely to engage in fraud than Candidate B, (3) Candidate A is perceived to be less likely to maintain high ethical standards in the face of adversity than Candidate B, and (4) Candidate A is viewed by many as generally less likeable than Candidate B" (S. 39/40).

Auf Unternehmen kommt noch mehr zu: Screening of websites for 'greenwashing': half of green claims lack evidence von der Europäischen Kommission vom 28. Januar 2021: "…. the results of a screening of websites ("sweep"), an exercise carried out each year to identify

breaches of EU consumer law in online markets. This year … the sweep focused on ‘greenwashing‘, the practice by which companies claim they are doing more for the environment than they actually are. The “sweep” analysed green online claims from various business sectors such as garments, cosmetics and household equipment. … in 42% of cases authorities had reason to believe that the claim may be false or deceptive and could therefore potentially amount to an unfair commercial practice”.

Aufsicht im Unklaren: Offen nachhaltig von Frank Pierschel im BaFin Journal vom Februar 2021: „Ab dem 10. März greift die europäische Offenlegungsverordnung. Finanzunternehmen müssen dann belegen, wie nachhaltig ihre Angebote sind. …. Ungeklärt ist auch die Frage, wann ein Finanzprodukt wirklich auf eine nachhaltige Investition abzielt oder wann es nur einzelne ökologische oder soziale Merkmale aufweist. Bei Finanzprodukten, die in ein breites Portfolio etwa aus Aktien und Anleihen investieren, ist noch unklar, ab wann sie als nachhaltig gelten, das heißt, ob und wie viel Beimischung erlaubt ist. …. . So müssen zum Beispiel Unternehmen ihre Kundinnen und Kunden darüber informieren, welche Strategien sie zu Nachhaltigkeitsrisiken verfolgen. Doch ab wann müssen sie ihre Kunden über nachteilige Auswirkungen von Investitionsentscheidungen informieren? Und wann müssen die geforderten vorvertraglichen Informationen vorliegen?“ (S. 36-37).

Guter Überblick: Sustainable Finance: Die Offenlegungsverordnung von Cristina Bannier und Christoph Otten im IT Finanzmagazin vom 22. Februar 2021: „… über welche Daten genau sprechen wir hier und wieviel mehr “Nachhaltigkeit” bekommen Banken nun über ihre Schnittstellen geliefert? Um das einzuordnen, möchten wir noch einmal die Hintergründe, regulatorischen Wechselwirkungen und nun anstehenden Verpflichtungen der Offenlegungsverordnung beleuchten“.

Verbraucherzentralen und Impact: Welche Transformationen können nachhaltige Geldanlagen durch Verbraucherinnen und Verbraucher haben? Gutachten für den Verbraucherzentrale Bundesverband von Marco Wilkens und Christian Klein vom 4. Januar 2021: „Für uns bedeutet Wirkung oder Impact von Geldanlagen, dass die Geldanlagen dazu führen, dass transformative Realinvestitionen durchgeführt werden, die einen Beitrag zur Erreichung eines Nachhaltigkeitsziels leisten, indem sie beispielsweise den CO2- Austoß reduzieren. Die finanzierten Realinvestitionen sind Teil einer Transformation in Richtung einer nachhaltigen Wirtschaft, die Geldanlagen haben eine „transformative Wirkung“, wenn sie dazu führen, dass diese Realinvestitionen durchgeführt werden. Das bedeutet, dass diese Realinvestitionen sonst nicht realisiert worden wären („Additivität“). … Die für die Untersuchung dieser Frage grundlegenden Wirkungszusammenhänge sind sehr komplex und in der wissenschaftlichen Literatur bislang wenig behandelt (S. 4). … Konkret können indirekte Wirkungen beispielsweise auf Änderungen des Kaufverhaltens der Kunden basieren, wenn diese in Verbindung mit den Geldanlagen erfahren, wie nachhaltig bzw. wenig nachhaltig Unternehmen sind. Diese „indirekte Additivität“ der Geldanlagen ist zwar nicht oder kaum quantifizierbar, wir vermuten aber, dass sie im Zusammenhang mit nachhaltigen Geldanlagen von Verbrauchern eine relativ große Relevanz haben kann und bislang eher unterschätzt wird. … Bei Direktanlagen in beispielsweise Aktien und Green Bonds besteht eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass hierüber ein nennenswerter indirekter Impact erzeugt wird, als über Geldanlagen in der Form von beispielsweise Publikumsfonds und ETFs (S. 5/6). …. Erste empirische Studien zeigen, dass Divestments durchaus negative Effekte für die Aktienkurse und positive Effekte für die Nachhaltigkeit der betroffenen Unternehmen haben

können“ (S. 28). … Nachhaltige Geldanlagen können andere, wirkungsvollere Maßnahmen unterstützen, diese aber nicht ersetzen“ (S. 94). **Mein Kommentar:** Ich plädiere für einen relativen Impactansatz, siehe Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Markowitz: Traditionelle Investments

Markowitz-Optimierung ist besser als gedacht: Justifying Mean-Variance Portfolio Selection when Asset Returns Are Skewed von Frank Schuhmacher, Hendrik Kohrs und Benjamin Auer vom 18. Januar 2021 (kostenpflichtig): “… contrary to common belief among academics and practitioners, skewed returns do not allow a rejection of mean-variance analysis. … To emphasize the relevance of our skew-elliptical model, we additionally provide empirical evidence that it cannot be rejected for the returns of typical portfolios of common stocks or popular alternative investments” (abstract). **Mein Kommentar:** Auch diese kostenpflichtige Publikation finde ich sehr interessant: Schuhmacher, F. / Auer, B. (2014): Sufficient conditions under which SSD- and MR-efficient sets are identical, in: European Journal of Operational Research, Vol. 239, S. 756-763

Naïve Allocation ist besser als aktives Management: Index-Musterportfolios im Performance-Check von Ali Masarwah von Morningstar vom 25. Februar 2021: „Die Sharpe Ratios der vier Index-Portfolios liegen meilenweit vor denen der aktiv verwalteten Mischfonds, wobei die schwache Bilanz der flexibel investierenden Mischfonds besonders eklatant ausfällt. Auch mit Blick auf die Performance liegen auf Sicht von fünf Jahren alle vier Indexportfolios deutlich vor den aktiv verwalteten Mischfonds. Die Gebühren von 0,5 Prozent pro Jahr dürften hier den Ausschlag gegeben haben: Aktiv verwaltete Mischfonds kommen im Schnitt auf Kosten von mindestens 1,5 Prozent; aktienlastige Mischfonds kratzen – ohne Hinzurechnung von Transaktionskosten – oft an der Zwei-Prozent-Gebührenmarke“. **Mein Kommentar:** Passive Asset Allokationen sind besser als aktive – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Fördern manche Fondsmanager Marktmacht? Mutual Fund Bets on Market Power von Stefan Jaspersen vom 10. Februar 2021: “MPB is a simple measure to differentiate managers by their ability and effort to process information about a firm’s market power. Mutual fund managers with larger MPB exhibit a superior performance …. managers with larger MPB avoid concurrent investment in close rivals and exploit the market power property of the firms …. “ (S. 36/37).

Wieder ein neuer Faktor: Does social media sentiment matter in the pricing of U.S. stocks? Von Christian Koeppel vom 3. Februar 2021: “… we construct a novel risk factor from a positive-minus-negative sentiment-portfolio sorts and reveal patterns in average returns related to investors’ mood. The sentiment score is beneficial in augmenting the existing fundamental asset pricing model by Fama and French (2015) for the U.S. equity market and add the sentiment premium to the pricing paradigm from Shefrin and Belotti (2008). We can trace back the significant performance improvements for different factor-mimicking and industry portfolios to investors’ activities in social media” (S. 24).

Quantstrategien sind ziemlich tot: The quant equity crisis of 2018-2020: Cornered by 'big growth' von David Blitz von Robeco vom 16. Februar 2021: "… there was basically only one way to outperform during this period, namely by investing in the largest and most expensive growth stocks. …. This was the dominant phenomenon during the quant equity crisis, in which there were many ways to fail, but essentially only one way to succeed. …. previous value drawdowns are better characterized as momentum rallies, because the outperformance of the momentum factor overshadowed the underperformance of the value factor.

US ETF-Flows sind t.w. steuerinduziert: ETF Heartbeat Trades, Tax Efficiencies, and Clienteles: The Role of Taxes in the Flow Migration from Active Mutual Funds to ETFs von Rabih Moussawi, Ke Shen und Raisa Velthuis vom 6. Januar 2021: "The popularity of ETFs among long-term investors is to a large extent driven by their fee and tax efficiencies. ETFs achieve their tax efficiency through the in-kind redemption process and the use of heartbeat trades, which constitute a short-term loan that helps ETFs offload low-basis stocks without triggering a taxable event. This feature of ETFs is particularly appealing to high net-worth individuals and other tax-sensitive investors that face higher marginal capital gains tax rates. Our evidence implies that inflows into ETFs relative to open-end funds are driven more by their higher tax efficiencies than their lower expenses" (S. 39).

Markowitz: ESG Investing

Divergenz ist nicht so schlimm: ESG Scoring – It's All Relative von HSBC Asset Management vom Februar 2021: "We start with an introduction to ESG scoring methodologies comparing two of the household names in the field: MSCI and FTSE Russell. We look at the differences between their respective scores at the individual security, sector and country level using a broad universe of 4,250 companies which have ESG ratings available from both index providers. … ESG scores are generally correlated at the country and market cap level, this appears to less so across sectors" (S. 1).

Keine ESG Überbewertung mehr? Sustainability or Performance? Ratings and Fund Managers' Incentives von Nickolay Gantchev, Mariassunta Giannetti und Rachel Li vom 17. Februar 2021: "We use the introduction of Morningstar's sustainability ratings (the "globe" ratings) …. and show that mutual funds initially attempt to improve their globe ratings by increasing their demand for sustainable stocks. This trading behavior creates buying pressure, making stocks with high sustainability ratings overvalued. As a consequence, a tradeoff between sustainability and performance arises and the performance of funds improving their globe ratings deteriorates. Since performance appears to be more important in attracting flows than sustainability, a new equilibrium emerges in which the globe ratings stop affecting funds' flows and funds do not trade any longer to improve their globe ratings" (abstract).

Ist ESG kein neuer Faktor? Towards Green Alpha: Analyzing ESG Exposures Through a Factor Lens von Ananth Madhavan, Aleksander Sobczyk und Andrew Ang vom 15. Juli 2020: "Using bottoms-up holdings data, we investigate the link between funds' ESG scores, factor loadings, and alpha over 1,312 US equity active mutual funds with $3.9 trillion in AUM. ESG outcomes are correlated with style factors—value, momentum, quality, minimum volatility, and size—and funds with high ESG scores do exhibit interesting patterns with

factors. In particular, there are particularly strong factor exposures to quality and momentum of funds with high Environmental scores."

Blackrock hat zu viel Kohle: Groundbreaking Research Reveals the Financiers of the Coal Industry von Urgewald et al. vom 25. Februar 2021: "This is the first time anyone has attempted to analyze commercial banks' and institutional investors' exposure to the entire coal industry". The world's largest institutional investor in the coal industry is the US mutual fund company Vanguard with holdings of almost US$ 86 billion. It is closely followed by BlackRock, which holds investments of over US$ 84 billion in the coal industry. Together, these two investment giants account for 17% of institutional investments in the global coal industry".

Ist mehr Luftverschmutzung besser? Drei erstaunliche Erkenntnisse des Lyxor ETF-Klima-Thermometers von Lyxor vom 2. Februar 2021: „Ein Beispiel ist der DAX 30: Aufgrund des hohen Anteils an CO2-intensiven Unternehmen in Deutschland und der Tatsache, dass viele Stromerzeuger im DAX 30 vertreten sind, spiegelt dieser Index einen Teil der CO2-intensiven Wirtschaft in Deutschland wider. Nichtsdestotrotz zeigt unser Klima-Thermometer, dass der DAX 30 durchaus 1,5°C-konform ist, die DAX 50 ESG-Benchmark indes bei über 3°C liegt. Der Grund hierfür: Ein Index kann heute einen sehr hohen CO2-Fußabdruck haben und dennoch auf die Pariser Temperaturziele ausgerichtet sein. Die Temperaturkennzahl gibt an, ob der Index auf Zielkurs ist – und nicht, ob er derzeit kohlenstoffintensiv ist. Der DAX 30 enthält mehrere große Unternehmen des Stromsektors. Diese Unternehmen sind bekannt für ihren großen Kohlestromanteil. Sie sind für ein sehr großes Emissionsvolumen verantwortlich und werden daher aus ESG-Indizes ausgeschlossen. Da sie sich jedoch zu umfangreichen Emissionseinsparungen verpflichtet haben, die sogar über das hinausgehen, was zur Einhaltung des Dekarbonisierungszielpfads gemäß dem SDA erforderlich wäre, gelten sie als 1,5°Ckonform."

Sehr gute ESG Performance: ESG-Indizes schlagen sich nicht nur 2020 wacker von Dan Lefkovitz von Morningstar vom 18. Februar 2021: „52 der 69 ESG-geprüften Indizes von Morningstar (75 %) schnitten im Jahr 2020 besser ab als ihre marktbreiten Pendants; 57 von 65 ESG-Indizes (88 %) erzielten über die fünf Jahre bis Ende 2020 eine Outperformance; 59 von 65 ESG-Indizes (91 %) haben während der Abwärtsmärkte der letzten fünf Jahre, einschließlich der Baisse im ersten Quartal 2020, 2020 war ein außergewöhnliches Jahr für ESG-Fonds". **Mein Kommentar:** Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Viele unterschiedliche ESG ETFs: Fund ESG Transparency Quarterly Report 2021 Q1 Spotlight: ETFs von Rumi Mahmood von MSCI ESG Research vom 16. Februar 2021: "In 2020, ESG ETFs saw net flows in excess of USD 75 billion, more than three times the prior year, or approximately 10% of overall ETF net flows globally. It was also a growth year for new ESG ETF products, with more than 120 being launched globally. … ETFs with a focus on the Asian markets overwhelmingly accounted for the ESG laggard funds. This is primarily due to Asian corporations (largely operating in emerging markets) generally being in the early stages of implementing sustainability considerations into their business practices relative to their Western peers. …. ETFs with an emerging market focus on average exhibit a carbon intensity almost twice (x1.65) that of developed market-focused ETFs" (S. 4).

Gute ESG Anleihen sind attraktiv: How Are High-ESG-Rated Bond Portfolios Distinct? Von Hitendra Varsani, Rohit Mendiratta und Gudio Giese von MSCI vom 5. Februar 2021: „Hypothetical portfolios constructed with higher-ESG-rated issuers had stronger cash flows, lower systematic risk and fewer idiosyncratic risks than portfolios composed of lower-ESG-rated issuers."

Einfache ESG-First Ansätze können funktionieren: How to Overcoming ESG Data Challenges von Vassilios Papathanakos und Valerie Azuelos von Intech vom Januar 2021: "Focusing on portfolio-level outcomes and stable ESG characteristics can help mitigate the effects from data shortcomings in achieving investor objectives. A closer look at the data from a leading provider shows that even portfolios derived from simple filtering by individual stock ESG ratings can result in a stable score boost over time, and that the pillar ratings are largely independent of each other" (S. 1). **Mein Kommentar:** ESG SDG: Sehr konsequente Aktienportfolios – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Literaturübersicht zu Engagement: Active ownership on environmental and social issues: What works? A summary of the recent academic literature von Emma Sjöström von 2020: "One key finding of the studies reported here is that for corporate dialogue to being successful, having a large shareholder stake in the company is not as important as one might think. Rather, several studies find that legitimacy is the most important attribute. This can be attained through who the investor is – for instance, by organisational reputation or the credibility of the engagement staff (S. 4). … Researchers have also addressed divestment as a way of pressuring corporations to reduce carbon emissions. There is some evidence that it can lower the share price of fossil fuel-based companies and that it can divert cash flows away from the fossil fuel sector. However, research has not set out to answer whether this brings about reduced emissions" (S. 5). **Mein Kommentar:** Divestments bewirken mehr als Stimmrechtsausübungen oder Engagement

Markowitz: Advisortech

(Robo-)Engagement muss besser werden: Robo-advisors and the growth of index-fund governance von David Musto vom 12. Januar 2021: "Robo- advisors have accelerated this delegation, in particular the delegation to low-cost index funds, resulting in a few large investors who hold the market for the long term. … but the lowest-cost families that attract the bulk of new investment and wield the most votes have not significantly differentiated their governance yet" (S. 5/6).

B2C ist sogar für Betterment schwierig. Jetzt werden verstärkt Modellportfolios für Berater angeboten: Knocking down a ‚wall,' Betterment will make RIA custody its ‚biggest business' as Schwab/TDA merger opens door and robo-advice glut deepens von Oisin Breen vom 17. Februar 2021: "The bitter truth for Betterment is that retail robo-advice may no longer be a viable path to the IPO …. Betterment RIAs built 1,400 separate model portfolios …. in 22 months. „That's a level of adoption we hadn't anticipated," Mauney explains. „[It] taught us just how specific advisors want to get and made it clear that we need to keep pushing down the path of offering advisors more customization on the platform." **Mein Kommentar:** Anlageberater, Robo Advisors oder Modellportfolios: Wer wird gewinnen? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

In Marktkrisen können Berater hilfreich sein: The Value of Registered Investment Advisors during the COVID-19 Financial Market Crash – Evidence from 13F and twitter von Yuanshan Cheng, Tao Guo, Janine Sam und Philip Gibson vom 17. Februar 2021: "We found that RIAs communicated frequently with their clients during this period, reporting positive financial news even during extremely volatile trading days. Additionally, our findings show that clients working with RIAs tend to sell less and buy more during a market downturn, as compared to accounts with a higher portion of client-discretionary options. Supporting prior literature, our study demonstrates that using RIAs as part of the financial planning process is highly valuable during periods of high financial market uncertainty".

Smartphones sind riskant: Smart(Phone) Investing? A within investor-time analysis of new technologies and trading behavior von Ankit Kalda, Benjamin Loos, Alessandro Previtero und Andreas Hackethal vom 13. Januar 2021: "Using a novel data set from two large German retail banks, we investigate if and how smartphones influence investors. … we document that traders on smartphone buy more risky assets, chase higher volatility and higher skewness investments, and lotterytype assets. Moreover, investors are more likely to buy past winners. … After using smartphones, investors start buying higher volatility, higher skewness, more lottery-type assets also in their non-smartphone trades" (S. 28).

Markowitz: Behavioral Finance

Kleinanleger handeln schlecht: Resolving a Paradox: Retail Trades Positively Predict Returns but are Not Profitable von Brad Barber, Shengle Lin und Terrance Odean vom 10. Februar 2021: "Two key observations explain the paradox. First, retail performance is quite poor on the day trades execute. … Second, retail buying is highly concentrated in trades that perform poorly. … We find that the purchases of retail investors perform worst when order imbalance is high and trading volume is high. … We also find that small trades, which tend to be made by less wealth, less experienced, and less sophisticated investors are more concentrated in attention-grabbing stocks and perform worse than large trades. …. annual retail order imbalance negatively predicts returns over the subsequent year. This suggests that that the aggregate short-term losses of retail investors may be compounded at longer horizons (S. 19).

Auch institutionelle Anleger sind nicht rational: Social proximity to capital: Implications for investors and firms von Theresa Kuchler, Yan Li, Lin Peng, Johannes Stroebel und Dexin Zhou vom 7. Februar 2021: "We find that, all else equal, institutional investors invest more in firms located in regions to which they have stronger social ties. As a result, firms in regions that are socially proximate to institutional capital have higher liquidity and higher valuations" (S. 30).

Mehr Finanztechnologie kann t.w. schaden: Millennials' adoption of personal financial management (PFM) technology and financial behavior von Brian Walsh und HanNa Lim vom 28. Oktober 2020: "Evidence suggests that millennials engaging in digital side hustles, such as Uber or Lyft, are significantly more likely to adopt PFM technology. Individuals experiencing higher financial pressure or exhibiting higher financial confidence are more likely to adopt PFM technology. … heavy adopters of PFM technology are more likely to own an emergency fund, payoff their credit card in full every month, own a retirement

account, own an investment account, save for retirement, and own a will … are also more likely to spend more than they earn and experience overdrafts" (abstract).

Anlegerpräferenzen und Überzeugungen sind nicht stabil: The Disposition Effect in Boom and Bust Markets von Sabine Bernard, Benjamin Loos und Martin Weber vom 5. Februar 2021: "The disposition effect, namely investors' tendency to sell winners more frequently than losers (Shefrin and Statman, 1985), is one of the most explored behaviors in finance (S. 2). …. "we demonstrate that the disposition effect moves countercyclical with the financial market, i.e. is low in boom markets and high in bust markets. These differences in the disposition effect across financial market cycles are mainly driven by investors' increased gain realization in bust periods compared to boom periods. Investors are 5 percentage points (26 percent) more likely to realize a gain in bust than in boom periods. We find evidence that both, preferences (i.e. being more risk averse in bust than in boom markets) and beliefs (i.e. being more pessimistic in bust than in boom markets), affect investors' selling behavior across financial market cycles" (S. 23).

Nudging kann viel bewirken: Improving customer decisions in retail banking – How behavioral influencing adds economic value for both customers and banks von René Fischer und Alexandra Laue von Oliver Wyman vom Februar 2021: "Experiments with customers of these behavioral nudges have shown significant quantitative effects demonstrating a clear opportunity for banks to explore the application of behavioral techniques in a more targeted way" (S. 5).

PROFIT SECOND (3-2021)

Hier sind wieder ca. neue 20 Researchpublikationen zu Statistiken, Prognosen, Machine Learning, Bond und Aktien-ETFs, Voting und Engagement, CEOs, SPACs, Minibonds, Hedgefonds, Kryptoinvestments, Milton Friedman, Impact, Private Equity und Debt, ESG Bewertungen, CSR, Behavioral Finance und Advisortech:

Profit second: Umfeld

Aufregende Zahlen: The Stunning Statistics of sustainable investing von Robeco vom 24. Februar 2021: "CO2 is at highest level for three million years (S. 5), … Sea levels will rise by over a meter before 2100 unless climate change is tackled (S. 7), … Internet use will generate 1.5 gigatons of gases by 2020 …. ever second that someone browses a simple website adds 20 milligrams of C02 to the atmosphere. More complex websites with advanced graphics can add up to 300 milligrams per second (S. 9), … a drone that can carpet bomb 100,000 tree seeds a day may solve the issue of deforestation in remote areas (S. 23), … Malaria caused by mosquito bites killed 720,000 people in 2016, ranking far above terrorism (34,000) or conflicts (116,000) (S. 33), … Japan's population is projected to fall from a peak of 128 million in 2017 to less than 53 million by the end of the century. Italy is expected to see its population fall from 61 million to 28 million over the same timeframe (S. 35), … bitcoin use that it now accounts for 0.23% of global energy consumption and 24.4 million tons of CO2, equivalent to what four million petrol engine cars produce in a year (S. 42), … because humans are now producing about 30 billion tons of new objects each year, or 4 tons for every person on Earth, the research shows. This means humans now generate their own bodyweight

in stuff every week. On the current trajectory, the mass of human production will have tripled to 3 teratons by 2040" (S. 46).

Profit first: Traditionelle Investments

Machine Learning für Aktienprognosen: The promises and pitfalls of machine learning for predicting stock returns von Edward Leung, Harald Lohre, David Mischlich, Yifei Shea und Maximilian Stroh von Inveco und Quoniam vom 26. Oktober 2020: "Our analyses confirm that machine learning models are superior to traditional linear models in predicting cross-sectional one-month-ahead stock returns using a set of well-documented stock characteristics. However, the extent to which this statistical advantage can be translated into economic gains in portfolio backtests depends critically on the ability to take risk and implement trades efficiently" (S. 17). **Mein Kommentar:** Vgl. Investmentphilosophie: Prognosefans sollten prognosefreie Portfolios nutzen – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Prognosen sich schwierig: Antinoise von Enoch Cheng und Clemens Struck vom 12. Februar 2021: "Numerous empirical observations in financial markets may reflect behavioral biases and/or risk-factors. Despite the high number of such observations, overall return predictability remains rather low. Why? … the actions of heterogeneous traders trading on uncorrelated subsets of market signals may cancel out at the aggregate. We collect a comprehensive global dataset covering over 24,000 tradable equities and representing more than 99.9% of the free-float market cap on developed exchanges between 1994.05 and 2020.08. Using advanced regression techniques, we find that return predictability is less than 1%. Focusing on signal interactions, we find that i) generally weak cross-signal correlations suppresses overall return predictability ii) sub-samples with greater predictability are characterized by higher cross-signal correlations" (S. 8/9).

Theoretisch unerwartete Preiseffekte von Indexinvestments: Tracking Biased Weights: Asset Pricing Implications of Value-Weighted Indexing von Hao Jiang und Dimitri Vayanos vom 23. Dezember 2020: "We .. find empirically that flows into funds tracking the S&P500 index raise disproportionately the prices of large-capitalization stocks in the index relative to the prices of the index's small stocks. Moreover, the flows predict a high future return of the small-minus-large index portfolio. We find additionally a strong "within S&P500" size effect: a small-minus-large portfolio of S&P500 stocks earns ten percent per year, while the return of the counterpart portfolio of non-S&P500 stocks is smaller and statistically insignificant" (S. 28). "This finding runs counter to the CAPM, and arises when noise traders distort prices, biasing index weights" (abstract).

Bond ETFs sind nicht schlecht: The anatomy of bond ETF arbitrage von Karamfil Todorov von der Bank für International Settlement vom 1. März 2021: "Bond exchange-traded funds (ETFs) have grown to manage more than $1.2 trillion of assets globally. The arbitrage mechanism, which keeps bond ETF prices aligned with the value of the underlying investments, operates differently from that of equity ETFs. This difference potentially makes it harder for investors to exploit price gaps but allows bond ETFs to absorb shocks and withstand market stress" (S. 41).

Profit second: Voting und Engagement

Indexfondsanbieter können noch viel besser Voten/Engagen: Do Index Funds Monitor? Von Davidson Heath, Daniele Macciocchi, Roni Michaely und Matthew Ringgenberg vom 3. März 2021: "… using data that covers the dramatic increase in index investing from 2004 to 2018, we examine the monitoring behavior of index funds relative to active funds. …. The results uniformly indicate that, relative to active funds, index funds monitor less effectively and cede power to firm management. …. we find that relative to active funds, index funds are significantly more likely to side with firm management on contentious corporate governance votes. Low-fee index funds are even more likely to vote with firm management …. We find no evidence that index funds effectively engage with firm management either publicly or privately. As a result, we find that corporate governance worsens following an increase in index fund holdings. In sum, our findings all point to the same conclusion: the rise of index investing shifts power from investors to corporate managers" (S. 39/40). **Mein Kommentar:** Vgl. Divestmentkritik: Populäre aber falsche Kritik an verantwortungsvollen Geldanlagen – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Greenpeace et al wirken positiv: The Real Effects of Environmental Activist Investing von Lakshmi Naaraayanan, Kunal Sachdeva und Varun Sharma vom 21. September 2020: "This paper documents that environmental activist investing positively affects the sustainability performance of targeted firms. We measure changes in highly detailed plant-level data and provide robust evidence that firms improve their environmental performance in response to activist campaigns. These engagements result in positive externalities to the local economies of targeted plants" (S. 32).

Sollten CEOs sich mehr auf ihre Firmen konzentrieren? Corporate social responsibility beyond the corporate: A mental accounting perspective on executive decision-making across corporate and non-profit domains von Razvan Lungeanu und Klaus Weber vom 4. März 2021: "Evidence comes from a panel of 677 corporations linked to 309 foundations through 1,109 CEOs during the period 2003-2011. CEOs compensated for deficits in their firms' CSR record by joining the board of trustees of specific nonprofit foundations, but subsequently advanced divergent cause priorities in the corporation and the foundation. Our work suggests that studies of CSR and of executive influence on organizations benefit from taking into account executives' cross-domain engagement" (abstract).

Profit first: Alternative Investments

SPACs mit Macken: SPACs von Minmo Gahng, Jay Ritter und Donghang Zhang vom 2. März 2021: "… for 114 SPAC IPOs purchased at the offer price from January 2010 – May 2018, the average annualized return during this SPAC period has been 9.3%, with all 114 returns being positive. …. For the 114 SPACs that completed a merger with an operating company from January 2012 − September 2020, common share investors have lost money on average, while warrant investors have earned positive returns. …. From a private operating company's point of view, we show that merging with a SPAC is almost three times more expensive than a traditional IPO … The 248 SPACs that went public in 2020, combined with

the flood of SPAC IPOs in early 2021, raise the possibility that too many SPACs are chasing deals, increasing the valuations that operating companies are able to negotiate" (S. 34-36).

Minibonds mit maxi Effekten: Bank Credit and Market-based Finance for Corporations: The Effects of Minibond Issuances von Steven Ongena, Sara Pinoli, Paola Rossi Bank und Alessandro Scopelliti vom 9. November 2020: "We exploit the introduction of a recent regulatory reform in Italy aimed at removing the existing restrictions on the issuance of corporate bonds by unlisted firms. … Even though minibonds were more costly than bank credit, the analysis shows that issuer firms obtained lower lending rates charged by banks, particularly on long-term loans and advances. ….They reduced significantly the amount of bank credit used while increasing the overall amount of financial debt ….Thanks to the issuance of minibonds, the total amount of financial debt taken by issuer firms increased by around 40 percent. Importantly, the large increase in total financial debt was achieved by issuer firms without observing any significant change in their overall financing costs … we find that issuer firms increase their amount of total assets and of fixed assets, particularly intangible fixed assets, signaling that they invested more in patents, copyrights, trademarks. Moreover, although the leverage of issuer firms raises, their share of bank debt out of total financial debt decreases" (S. 33/34).

Hedgefonds sind vor allem teuer und gut für die Anbieter: Ray Dalios Hedge Fonds – der Lack ist ab von Gerd Kommer Invest vom 5. März 2021: „Der Bridgewater-Fonds hat das ETF-Portfolio in den letzten fünf Jahren drastisch und in denfünf Jahren davor leicht unter-performt … Noch enttäuschender ist der Rendite-Track Record des gesamten Hedge Fonds-Sektors gegenüber der simplen ETF-Alternative. Zwar lag der HFRX Hedge Fonds-Index in den ersten drei Jahrfünften ab 1991 vorne, aber seit Anfang 2004 war seine Performance relativ zur IndexfondsAlternative so konsistent erbärmlich, dass Hedge Fonds die ETF-Alternative mittlerweile kumulativ über die letzten 30 Jahre unter-performen".

Krypto Metastudie: Where do we stand in cryptocurrencies economic research? A survey based on hybrid analysis von Aurelio Bariviera, Ignasi Merediz vom 18. Januar 2021: "This study makes a bibliometric and literature review of the most important economic topics studied on cryptocurrencies. … We expanded previous literature, adding a comprehensive review of 98 papers, classifying them into different research topics, and identifying top papers and journals" (S. 11/12).

Profit second: ESG Investments

„Profit first" ist tot: Stakeholder und Shareholder – Warum Milton Friedman falsch lag von Gunnar Friede, Murray Birt und Michael Lewis von der DWS vom November 2020: „Am 13. September 1970 veröffentlichte das New York Times Magazine einen Artikel von Milton Friedman, der zu dem Schluss kam, dass „die soziale Verantwortung der Unternehmen darin besteht, ihre Gewinne zu steigern". …. Nach fünfzig Jahren wissenschaftlicher Forschung, Investitions- und Geschäftserfahrung kommen wir zu dem Schluss, dass Friedman falsch lag" (S. 1).

Sind Impactinvestoren Egoisten? Do Investors Care About Impact? Von Florian Heeb, Julian Kölbel, Falko Paetzold und Stefan Zeisberger vom 27. Februar 2021: "We demonstrate

evidence that investors' willingness-to-pay for sustainable investments is largely independent of the real-world impact of such investments. …. we suggest that pro-social investors are best understood as warm-glow optimizers who prefer investments that feel good rather than being consequentialists who optimize their real-world impact" (S. 33). **Mein Kommentar:** Vgl. Absolute und Relative Impact Investing und Additionalität – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Gute Impact Private Equity und Debt Performance: Pursuing faith-based impact investing: Insights on financial performance vom Global Impact Investing Network vom 23. Februar 2021: "risk-adjusted, market-rate returns can be achieved through impact investments and impact investors report overwhelming satisfaction with financial performance relative to expectations" (S. 9).

Keine ESG Überbewertung? Foundations of Climate Investing – How Equity Markets Have Priced Climate Transition Risks von Guido Giese, Zoltán Nagy und Bruno Rauis von MSCI ESG Research vom 1. März 2021: "… in developed markets outside the U.S., more carbon-efficient companies experienced stronger stock-price performance over a seven-year study period. In contrast, in emerging markets, less carbon-efficient companies fared better across the study period …. We also found companies' green revenue share was clearly associated with higher earnings growth and higher relatively better stock performance within a given sector. … Carbon-intensive companies experienced greater declining valuations in terms of price-to-book ratios than did their less-carbon-intensive sector peers …. In contrast, companies with significant green revenue saw their price-to-earnings ratios increase relative to their sector peers. Companies' earnings growth and stock performance were directly related to their greenhouse gas (GHG) emissions. … we found that the riskiest category (stranded assets) had the weakest performance …. While most performance differences were explained by the industry factor, there was a significant stock-specific return that showed a strong correlation to companies' climate transition risk profile" (S. 3).

CSR Überzeugungen sind investmentrelevant: German and US Investment Professionals' Use of Corporate Social Responsibility Disclosures in Their Personal Investment Decisions and Recommendations to Clients vom Markus Arnold, Christoph Hörner, Patrick. Martin und Donald Moser vom 12. Mai 2020: "German investment professionals engage in motivated reasoning, i.e., those who believe more strongly that CSR benefits society are more likely to expect CSR to improve financial performance. We find no such evidence for US investment professionals. This finding has significant practical implications because the connections investors see between CSR activities and financial performance ultimately affect their investment decisions. … we find that investment professionals' personal beliefs about the societal benefits of CSR affect their investment recommendations to clients …" (S. 31).

Profit second: Behavioral Finance und Advisortech

Anleger sind inkonsistent: Dynamic Inconsistency in Risky Choice: Evidence from the Lab and Field von Rawley Heimer, Zwetelina Iliewa, Alex Imas und Martin Weber vom 23. Februar 2021: "We show that people are dynamically inconsistent when taking risk repeatedly while knowing that they have the option to stop at any time. … Consider the recently introduced "depreciation reporting rule"—part of the revised European market in financial

instruments regulation (MiFID II) implemented in January 2018. The rule requires all European wealth managers, brokers, and financial advisers to immediately notify their clients when their portfolio loses at least 10% of its value relative to the beginning of the quarter. … Although the rule was intended to protect retail investors, our results suggest that the notifications will be redundant for the majority of investors as they are likely to override them. More importantly, however, the rule might change investors' ex-ante choices regarding the type and amount of risk to take: they may seek out types of risk that they would otherwise avoid—such as volatile assets with a zero or negative risk premium—because of naıvete regarding the effectiveness of the rule in disciplining behavior" (S. 34/35).

Modellportfolios, Direct Indexing und Cloud: The Latest In Financial #AdvisorTech (March 2021) von Michael Kitces vom 1. März 2021: "RIA custodians increasingly look to gain basis points for custody services by pairing them with asset management as Betterment For Advisors and Altruist both expand into the paired services of model-management-plus custody …SEI launches its own Direct Indexing solution while OSAM's Canvas crosses $1B in Custom Indexing AUM in just its first year … Microsoft launches a new Cloud for Financial Services to compete with Salesforce by unifying an advisory firm's internal productivity tools". **Mein Kommentar:** Vgl. Direct ESG Indexing: Die beste ESG Investmentmöglichkeit auch für Privatkunden? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com) und Anlageberater, Robo Advisors oder Modellportfolios: Wer wird gewinnen? – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

GENDERTHEMEN UND MEHR RESEARCH (3-2021)

Wieder über 20 Researchbeiträge zu Geo-Ökonomie, Immobilien, Bankaktien, Faktoranalysen, Private Equity, Venture Capital, Crowdfunding, ICOs, Kryptoinvestments, Anleihen, grünen Fonds, SRI, Impactinvestments, Purpose, Homebias, Langlebigkeit und Genderthemen:

Genderthemen und Umfeld

Geo-Ökonomie: 3 interessante Geo-Economics Kapitel von Joachim Klement vom 24. Februar 2021: The Geopolitics of Renewable Energy, Data—The Oil of the 21st Century und The Rivalry between the United States and China

Starke Veränderung börsennotierter Unternehmen: Have exchange-listed firms become less important for the economy? von Frederik Schlingemann und René Stulz vom 22. Februar 2021: "We find that stock market firms as a group contribute less to employment and to GDP than in the 1970s. … the decline in contribution to GDP is less than the decline in contribution to employment … In the 1970s, employment explains 50.7% on average of the variation in market capitalization across firms. In the 2010s, it explains 21.8% on average … A large fraction of the employees of manufacturing firms work for public firms. A small fraction of employees of service firms work for public firms. As a result, as service sectors grow and manufacturing falls, the fraction of employees working for public firms falls (S. 36/37).

Positive Effekte von mehr AR-Frauen? Gender diversity in corporate boards: Evidence from quota-implied discontinuities von Olga Kuzmina und Valentina Melentyeva vom 15. Oktober 2020: we explore the effects of increased female presense in corporate boards … we find no evidence of a negative effect on the value of the company …, if any the evidence shows that it is positive … these firms might have in fact scaled down their inefficient operations, consistent with evidence on women being less prone to empire building" (S. 23/24). **Mein Kommentar:** Wir haben 2014 festegestellt, dass höhere Frauenanteile im Aufsichtsrat für Anleger vorteilhaft sein können, vgl. Fetsun, A. und Söhnholz, D. (2014): A quantitative approach to responsible investment: Using ESG multifactor models to improve equity portfolios, Veritas Investment Arbeitspapier, präsentiert auf der PRI Academic Network Conference in Montreal, 23.9., vgl. hier.

Traditionelle Investments

Weniger Immobilien und mehr Aktien: Homeownership and portfolio choice over the generations von Gonzalo Paz-Pardo von der European Central Bank vom 5. März 2021: "Earnings are riskier and more unequal for households born in the 1960s and 1980s than for those born in the 1940s. Despite the improvements in financial conditions, younger generations are less likely to be living in their own homes than older generations at the same age. … I show that changes in earnings dynamics account for a large part of the reduction in homeownership across generations. Lower-income households find it harder to buy housing, and as a result accumulate less wealth (Abstract). … there has been a secular increase in household earnings inequality and risk, together with substantial reductions in homeownership and an increase in stock market participation" (S. 36).

Lieber keine Bankaktien kaufen? Investing in Crises von Matthew Baron, Luc Laeven, Julien Pénasse und Yevhenii Usenko vom 8. März 2021: "We investigate asset returns around banking crises in 44 advanced and emerging economies from 1960 to 2018. In contrast to the view that buying assets during banking crises is a profitable long-run strategy, we find returns of equity and other asset classes generally underperform after banking crises. While prices are depressed during crises and partially recover after acute stress ends, consistent with theories of fire sales and intermediary-based asset pricing, we argue that investors do not fully anticipate the consequences of debt overhang, which result in lower long-run dividends. Our results on bank stock underperformance suggest that government-funded bank recapitalizations can often lead to substantial taxpayer losses".

Kritik an Kosowski, Fama und French: Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns: Reexamining the Evidence von Campbell Harvey und Yan Liu vom 7. Dezember 2020: "Both Kosowski et al. (2006) and Fama and French (2010) evaluate whether mutual funds outperform, but their conclusions are very different. We reconcile their findings. We show that the Fama and French method suffers from an undersampling problem that leads to a failure to reject the null hypothesis of zero alpha, even when some funds generate economically large risk-adjusted returns. In contrast, Kosowski et al. substantially over reject the null hypothesis, even when all funds have a zero alpha. We present a novel bootstrapping approach that should be useful to future researchers who are choosing between the two approaches" (abstract). **Mein Kommentar:** Faktorallokation ist konzeptionell und operationell schwierig, Faktoranalysen sind aber wichtig – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com)

Genderthemen und Alternative Investments

Private Equity Quant Analyse: Private Portfolio Attribution Analysis von Gregory Brown, Frank Ethridge, Tyler Johnson und Tom Keck vom 20. November 2020: "In this paper, we propose a method for providing attribution analysis to a portfolio of closed-end drawn-down funds such as private equity buyout funds and venture capital funds. Our method is intuitive in isolating performance attributes related to fund strategy, fund geography, commitment timing, and commitment sizing" (S. 19).

Positive Venture Capital Einflüsse? The Impact of Venture Capital Holding on the Firms' Life-cycle: Evidence from IPO Firms von Shima Amini, Abdul Mohamed, Armin Schwienbacher und Nicholas Wilson vom 14. Oktober 2020: "This paper shows that VC ownership beyond the IPO listing impacts important consequential, corporate decisions in a firm's lifetime. In particular, we find that VC firms delay the time to initiate dividends, the use of external growth strategies (through acquisitions), and the introduction to the corporate bond market, while accelerates seasoned equity offerings. These different results are consistent with the firms' financial life-cycle explanation. Moreover, we show that the presence of VC firms at DI leads to a positive abnormal stock market reaction, suggesting that their presence can alleviate the negative market response of DI" (S. 22/23).

Harsche VC Kritik: Wagniskapital – Innovation von den Wenigen für die Wenigen von Franziska Cooiman vom 10. März 2021: „… Finanzintermediäre bringen jedoch ganz eigene Logiken mit sich: Fokus auf Startups mit dem Potenzial für exponentielles Wachstum, Privatisierung der Gewinne, Vergemeinschaftung der Risiken, Strukturelle Macht einiger weniger Investoren".

Crowdnachteile für VC-Frauen: Gender in Start-up Financing: Evidence from Equity Crowdfunding von Thomas Hellmann, Ilona Mostipan und Nir Vulkan vom 11. März 2021: "We find that female teams ask for less money, have the same probability of campaign success, but end up raising less money. Interestingly, they also hold out for money longer before closing their campaigns. This suggests that even if they ask for less, they actually may want more funding" (S. 32).

ICO-Hype ist wichtiger als Content: Inform or Endorse? Twitter and the Post Initial Coin Offering Token Performance von TheVinh Truong und Andrea Moro vom ……..: "Our research explores the link between tokens post Initial Coin Offering (ICO) market performance … and the role of social media activity (namely Twitter) … Results show that twitter has mainly an endorsement role: the activity in terms of likes, replies and retweets (endorsement of the project) is associated to higher returns, higher average volume traded per day and lower return's volatility; the activity linked to original tweets and tweets with quotes, weblinks, images and videos (information dissemination) has a very much marginal effect on post ICO tokens' market performance" (abstract).

Pros- und Cons von Cryptoassets: The Guide to Bitcoin, Blockchain, and Cryptocurrency for Investment Professionals von Matt Hougan und David Lawant von der CFA Institute Research Foundation vom 7. Januar 2021: "Blockchain databases are not as fast as traditional databases, they do not scale as well, they are more challenging to regulate, AML and KYC

protections are difficult to enforce, system upgrades and payment protections are challenging to implement, and so on … The emergence of a new asset class and financial ecosystem is a rare event, and the potential for cryptoasset-powered blockchains to move the world forward is exciting" (S. 53/54).

Individualisten kaufen Bitcoins: Who buys Bitcoin? The Cultural Determinants of Bitcoin Usage von Sean Foley, Bart Frijns, Alexandre Garel GAREL und Tai-Yong Roh vom 2. März 2021: Using a novel measure of Bitcoin usage based on actual Bitcoin trades and location, we empirically document that cultural individualism is a robust determinant of the use of Bitcoin" (S. 23).

ESG Investments

Viel neues Geld für nicht-nachhaltige Firmen: Does Sustainable Investing Deprive Unsustainable Firms from Fresh Capital? Von David Blitz, Laurens Swinkels und Jan Anton van Zanten vom 23. Dezember 2020: "our empirical analysis of equity and bond issuance over the 2010-2019 period shows no evidence that fresh capital is flowing more towards sustainable than to unsustainable firms. More specifically, unsustainable firms appear to have had no problems in securing funding in public markets. … However, we acknowledge that our results do not disprove the possibility that unsustainable firms would have been able to raise even more capital in the absence of sustainable investing" (S. 12). **Mein Kommentar:** Zusätzlich müsste untersucht werden, ob sich die Finanzierungskosten unterscheiden.

ESG-Anleihen sind gut für Banken: Higher Value, Lower Risk: ESG Finance Moves to the Banking Mainstream von Christian Graf, Michael Jongeneel und Umberto Mona von Bain & Co. von 2021: "Loans and bonds linked to ESG projects are soaring. … Banks pursuing this business may have higher costs of diligence and reporting, but those are offset by a lower cost of risk—32% lower over five years in Bain's new analysis of European banks. Evidence is mounting that sustainable finance does not hurt the return on assets for banks, and it earns stronger customer loyalty" (S. 1).

Grüne Fonds können von Katastrophen profitieren: Salient Climate Information and Mutual Fund Flows: A Note von Ben Marshall, Hung T. Nguyen, Nhut H. Nguyen, Nuttawat Visaltanachoti und Martin Young vom 18. November 2020: "We find abnormally large inflows into green funds headquartered in states impacted by climate disasters. The relation between climate disasters and green fund inflows is stronger when greater asset damage is caused by climate disaster" (S. 14).

Ist Impact (auch) in Krisen gut? Socially Responsible Investing Strategies under Pressure: Evidence from Covid-19 von Gunther Capelle-Blancard, Adrien Desroziers und Olivier David Zerbib vom …….: on average, SR indices were not spared from large market downturns during the Covid-19 pandemic, nor did they disproportionally benefit from market rallies. … except for the SR impact indices, the other SR strategies did not outperform their conventional benchmarks. The findings of this study should prompt sustainable investors to rigorously select their SR investment vehicles, and arm them with knowledge that impact

funds may offer greater resilience in times of crisis" (S. 25). **Mein Kommentar:** Vgl. Impact ETF Portfolio +18% in 2020 – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Purpose macht stabiler: Higher Purpose, Banking and Stability von Stuart Bunderson und Anjan Thakor vom 24. Februar 2021: "recent survey data … indicates that individuals who work in organizations that have written statements of higher purpose are happier and trust their leaders to not only be more socially responsible but also to make better business decisions. … the bank pursuing a higher purpose experiences a lower failure probability with higher capital – an effect generated via optimal labor contracting – has regulatory policy and stability implications of potentially considerable import. … culture is not the same thing as purpose. Purpose is the why and culture is the how." (S. 33/34). Mein Kommentar: Meinen Purpose fidnet man bei "Über uns" auf Diversifikator

Genderthemen, Fintech und Behavioral Finance

Oldies als Fintech-Treiber? The Rise of Fintech: A Cross-Country Perspective von Oskar Kowalewski und Paweł Pisany vom 7. Juli 2020: "Using data for 50 countries, we confirm the vital positive role of the availability of financing for the fintech sector … Moreover, we document the positive role of mobile phones and fixed broadband subscriptions … More importantly, however, we show that the quality of research, and particularly universityindustry collaboration, can contribute to the formation of innovative financial companies. …. Our results also show that regulatory factors are important. … Lastly, we show that, in general, a young demographic structure supports the fintech company formation process. However … In developed countries, we find that an older population is positively related to the development of fintech companies" (S. 16/17).

Home Bias ist teuer: Home Bias and Expected Returns: A Structural Approach von Martin Wallmeier und Christoph Iseli vom 25. Februar 2021: "The overall strength of the home bias has decreased over time but is still substantial. … The stronger the country-specific home bias is, the lower the expected return of the country asset" (S. 35/36).

Andere Langlebigkeitsinfos führen zu anderen Geldanlagen: Testing Methods to Enhance Longevity Awareness Abigail Hurwitz, Olivia Mitchell und Orly Sade vom 12. März 2021: "we show that providing people information about their likely longevity does change peoples' perceptions, while giving them life expectancy information has no effect. This suggests that individuals are already aware of their mean survival expectation, but they are less informed about the tails of the survival distribution. … providing pessimistic people with either life expectancy or longevity information significantly influences their financial recommendations regarding annuitization" (S. 16/17).

Zu viel Selbstvertrauen? Beliefs about Beta: Upside Participation and Downside Protection von Christoph Merkle und Michael Ungeheuer vom 1. März 2021: "Retail investors in the large online experiment we conduct believe that selecting a stock portfolio from the market index is a task they are competent in. They on average expect to beat the market in terms of expected return and risk, even though investment opportunities are limited to thirty highly liquid, large-firm stocks and there are no opportunities for further portfolio management. … As there is little evidence of true skill, but participants rather select stocks

from firms they know and presumably like, we interpret this result as overconfidence. … participants grossly underestimate beta and thus dependence of their portfolios on the market" (S. 28/29).

Brauchen Frauen mehr Selbstvertrauen? Fearless Woman: Financial Literacy and Stock Market Participation von Tabea Bucher-Koenen, Rob Alessie, Annamaria Lusardi und Maarten van Rooij vom 5. März 2021: "when it comes to financial literacy, women know less than men, but they know more than they think they know … more than one-third of the gender gap in financial knowledge can be attributed to differences in confidence and the remainder to true knowledge differences (S. 27).

NEXT RESEARCH

……