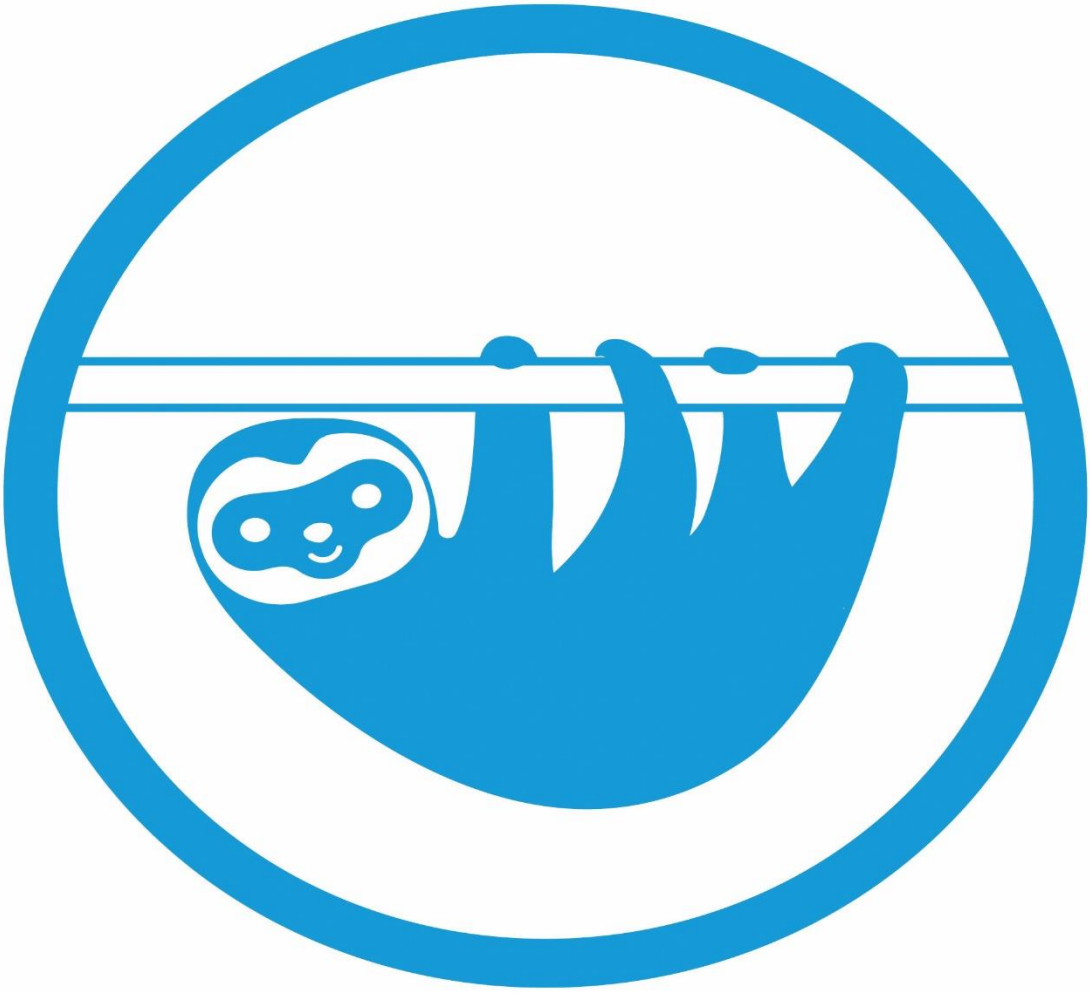
Das Diversifikator Buch:

Most-passive und PureESG Geldanlagen

Die RETRO[1] Investmentphilosophie und ihre Umsetzung

von Prof. Dr. Dirk Söhnholz

Stand: 20.1.2019



[1] **R**egelbasiert, **E**videnzbasiert, **T**ransparent, **R**obust und **O**ptimierungsfrei

Manche Geldanlagemanager erwarten, dass Anleger ihnen „blind vertrauen". Indexanbieter hingegen brauchen detaillierte Indexregeln für alle Eventualitäten. Diversifikator gehört eher zur zweiten Gruppe und hat den Anspruch, weitestgehende Transparenz zu bieten. Daher ist die vorliegende Dokumentation so umfangreich.

Die einzelnen Bestandteile dieses Buches sind im Laufe der Zeit entstanden und wurden Ende 2017 zusammengefasst.

Grobgliederung:

1. Das Diversifikator Konzept: Firma, Investmentphilosophie und technische Umsetzung
2. Multi-ETF Portfolios: Assetallokation, Index-und ETF-Selektion
3. Direkte ESG-Aktienportfolios und Indizes
4. Portfolioänderungen im Zeitverlauf (Fokus auf Multi-ETF Portfolios)
5. Fragen und Antworten zu den Unterseiten von www.diversifikator.com
6. Von A-Z: Warum Diversifikator 80% anders ist
7. Literaturverzeichnis

Zusätzlich gibt es zwei weitere ausführliche Dokumente: **„Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen"**, in dem wenige ausgewählte einfache Trendfolgesystem getestet werden und begründet wird, warum welches Risikosteuerungsmodell für die Portfolios selektiert wurde und **„Passive, verantwortungsvolle und online Kapitalanlage"**, in dem dutzende von Blogbeiträgen von www.prof-soehnholz.com systematisiert zusammengefasst werden.

Inhalt

1. Das Diversifikator Konzept 13

1.1. Ausgangslage: Kapitalanlage sollte einfach, diversifiziert und günstig sein 13

1.2. Geschäftskonzept: Transparente Anlage-Modellportfolios zur Beraterunterstützung 14

1.3. Was wir nicht sind 15

1.4. Modularer Ansatz statt vollständige und integrierte Automatisierung 17

1.5. Unsere Ziele: Attraktive Rendite bei erträglichem Risiko und hoher Robustheit 19

1.6. Unser Anspruch: Transparenz auch „nach Vorne" und Nachvollziehbarkeit 20

1.7. Unsere Prinzipien bzw. „andere" Investmentphilosophie: Systematisch, aber ohne Prognosen 21

1.8. Unsere Umsetzung: Regelbasierte Allokation mit passiven Instrumenten 24

1.9. Die ersten Schritte: Wie wir zum Ausgangs- bzw. Start-Portfolio kommen 25

1.10. Warum unser Weltmarktportfolio relativ viel Infrastruktur, Immobilien und Rohstoffe enthält 28

1.11. Strukturierte und nachvollziehbare Index- und ETF-Selektion 31

1.12. Steuerliche Aspekte: ETF-Selektion und Tax Loss Harvesting 32

1.13. Keine standardisierte Währungsabsicherung 33

1.14. Musterportfolios und individuelle Rebalanzierungen 34

1.15. Individuelle Anpassungen z.B. auf unterschiedliche Zeithorizonte und Anlegertypen 35

1.15.1. Individualisierungsvariante A: Mischung aus Diversifikatorportfolio und Cash statt kurzlaufender Anleihen 36

1.15.2. Individualisierungsvariante B: Risikosignal-gesteuerte Diversifikatorportfolios 37

1.15.3. Weitere Individualisierungsmöglichkeiten 38

1.16. Kostenlose „Cash"- Anlage und wo das „Cash" angelegt werden kann 38

1.17. Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben 39

1.18. Attraktive Honorarberatung 41

1.19. Innovativer Datenschutz durch konsequenten Verzicht auf Anlegerdaten (No- bzw. Small Data Ansatz) 42

1.20. „Verantwortungsvolles" Investieren und neuartiges ESG ETF-Portfolio 43

1.21. Institutionelle Ansprüche und Eignung auch für professionelle Anleger 44

1.22. Keine Nutzung sogenannter Smart-Beta- bzw. Faktorprodukte in den Standardportfolios 45

1.23. Faktoranalyse statt Faktorinvesting 47

1.24. Risikosteuerung über Zeit (Sparpläne) und mit Trend-Signalen 48

1.25. Sehr geringe Kosten im Vergleich zu traditionellen Angeboten und Zahlungsabwicklung 50

1.26. Umsetzung im individuellen Depot 52

1.27. Entwicklung weiterer kostengünstiger und depotbankspezifischer Portfolios und Implementierung von Sparplänen 54

1.28. Portfolio-Zugang über ETF-Dachfonds, ETF-gebundene Versicherungen und andere Verpackungen 56

1.29. Informationsgleichheit von Kunden, Beratern und Portfoliomanagern und "Test it Yourself"-Ansatz 56

1.30. Umgang mit Trittbrettfahrern oder: Vertrauen, Ehrlichkeit und Weiterempfehlungen 58

1.31. Entwicklung von Portfolios von Einzeltiteln 59

1.32. Selbst-Beschränkung des Anlage-Universums auf Fonds und liquide Aktien und Anleihen 60

1.33. Reporting und Monitoring von Musterportfolios ... 60
1.34. Wissenschaftliche Basis ... 61
1.35. Risiken und Interessenkonflikte ... 62
1.36. Selbstkritik und kontinuierlicher Verbesserungsprozess ... 62
1.37. Drei Startportfolios, Zusammenfassung und Abgrenzung zu anderen Ansätzen ... 63
1.38. Über uns ... 64
2. Asset Allokation und ETF Selektion ... 65
2.1. Asset Allokation des Weltmarktportfolios (Start 15.2.1016) ... 65
2.1.1. Einleitung: Assetklassen im Weltmarktportfolio ... 65
2.1.2. Kein Cash im Weltmarktportfolio ... 66
2.1.3. Anleihen im Weltmarktportfolio ... 66
2.1.4. Keine Asset-Backed Securities im Weltmarktportfolio ... 67
2.1.5. Keine Pfandbriefe bzw. Covered Bonds im Weltmarktportfolio ... 67
2.1.6. Keine Municipal Bonds im Weltmarktportfolio ... 68
2.1.7. Keine High Yield Bonds im Weltmarktportfolio ... 68
2.1.8. Private Equity im Weltmarktportfolio ... 68
2.1.9. Small bzw. Mid-Caps im Weltmarktportfolio ... 69
2.1.10. Rohstoffe im Weltmarktportfolio ... 69
2.1.11. Immobilien im Weltmarktportfolio ... 71
2.1.12. Infrastruktur im Weltmarktportfolio ... 71
2.1.13. Weitere mögliche Anlageklassen im Weltmarktportfolio ... 72
2.1.14. Zusammenfassung ... 72
2.1.15. Zusammenfassung: Allokation im Weltmarktportfolio ... 73
2.1.16. Keine Währungsabsicherung im Weltmarktportfolio ... 76
2.1.17. Rebalancing im Weltmarktportfolio ... 78
2.2. Index-Selektion für das Weltmarktportfolio ... 79
2.3. ETF-Selektion für das Weltmarktportfolio ... 80
2.3.1. Einleitung ... 80
2.3.2. Vorgehen bei der ETF-Selektion ... 81
2.3.3. Keine nicht-börsennotierten Fonds erforderlich ... 85
2.3.4. Annahmen, Adjustierungen, Sonderfälle und Abweichungen ... 87
2.3.4.1. Rohstoff-ETFs ... 87

2.3.4.2. Private Equity-ETFs ... 88
2.3.4.3. Agrarland-ETFs ... 88
2.3.4.4. Emerging Markets-Aktien-ETFs ... 89
2.3.4.5. Allgemeine Vorbemerkung zu Rückrechnungen von Diversifikator ... 89
2.3.4.6. Rückrechnung des WMP Basis ... 90
2.4. Diversifikator Weltmarktportfolio Basis Trend (Start 30.12.2016) ... 94
2.4.1. Einleitung und Vorgehen ... 94
2.4.2. Risikomodell: 200-Tagelinie ... 96
2.4.2.1. Modellbeschreibung ... 96
2.4.2.2. Aufbau der Tests ... 97
2.4.2.3. Risikomodell ohne Anleihen ... 97
2.4.3. Rückrechnung WMP Basis Trend mit adjustierter 200-Tagelinie auf Basis von Einzelallokationen ... 99
2.5. Diversifikator Weltmarktportfolio Basis Income (Start 30.12.2016) ... 103
2.5.1. Asset Allokation ... 103
2.5.2. ETF-Selektion ... 103
2.5.3. Rückrechnung ... 104
2.5.4. Zusammenfassung und Umsetzung ... 107
2.6. Weltmarktportfolio S (Start 15.2.2016) ... 107
2.6.1. Aktien Welt ... 108
2.6.2. Aktien Small/Mid-Caps ... 108
2.6.3. Unternehmensanleihen ... 108
2.6.4. Staatsanleihen ... 109
2.6.5. Immobilien ... 109
2.6.6. Infrastruktur ... 109
2.6.7. Agrar-/Farmland bzw. Rohstoffe ... 109
2.6.8. Ausgelassene Allokationen im Weltmarktportfolio S ... 110
2.6.9. Home Bias im Weltmarktportfolio S ... 110
2.6.10. Rückrechnung des WMP S ... 111
2.7. Weltmarktportfolio S ex Bonds (Start 1.4.2016) ... 115
2.7.1. Konzept des WMP S ex Bonds ... 115
2.7.2. Rückrechnung des WMP S ex Bonds ... 115

2.8. Weltmarktportfolio S „Stars“ (Start 2.5.2016) 119
2.8.1. Konzept des WMP S „Stars“ 119
2.8.2. Rückrechnung des WMP S 120
2.9. ESG ETF-Portfolio (Start 15.2.2016) 124
2.9.1. Allokation des ESG ETF-Portfolios 124
2.9.2. ETF-Selektion des ESG ETF-Portfolios 125
2.9.3. Aktualisierungen Ende 2017 und Ende 2018 126
2.9.4. Rückrechnung des ESG ETF-Portfolios 127
2.10. ESG ETF-Portfolio Trend (Start 31.5.2017) 131
2.10.1. Konzept des ESG ETF-Portfolio Trend 131
2.10.2. Rückrechnung des ESG ETF-Portfolio Trend 131
2.11. Islamic ETF-Portfolio (Start 1.4.2016) 132
2.11.1. Konzept des Islamic ETF-Portfolios 132
2.11.2. Rückrechnung des Islamic ETF-Portfolios 133
2.12. Alternatives ETF-Portfolio (Start 1.4.2016) 136
2.12.1. Konzept des Alternatives ETF-Portfolios 136
2.12.2. Rückrechnung des Alternatives ETF-Portfolios 137
2.13. Diversifikator Equity-Income (DW) ETF-Portfolio (Start 30.12.2016) 140
2.13.1. Anlagesegmente 141
2.13.2. Vorgehen bei der Rückrechnung 142
2.13.3. Rückrechnungsergebnisse 143
3. Direktes ESG Aktienkonzept 147
3.1. Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung 147
3.2. Umsetzung verantwortungsvoller Aktienportfolios 148
3.3. Das Vorgehen von Diversifikator 149
3.4. Deutsche Aktien ESG, Infrastructure ESG und Real Estate ESG (alle 30.12.2016), Global Equities (S) ESG (beide 31.5.2017) 153
3.4.1. Portfoliozusammensetzungen 153
3.4.2. Rückrechnungen der ESG-Aktienportfolios 156
3.4.2.1. Deutsche Aktien ESG-Portfolio 156
3.4.2.2. Infrastrukturaktien ESG-Portfolio 157
3.4.2.3. Immobilienaktien/REIT ESG-Portfolio 158

3.4.2.4. Global Equities ESG-Portfolio 159
3.4.2.5. Global Equities ESG S-Portfolio 161
3.5. Regelmäßiges Monitoring und Portfolioänderungen 162
3.6. Top 200 ESG-Indizes und individuelle ESG Portfolios (Start September 2017, online ab Anfang 2019) 162
3.6.1. Vorgehen und Zusammensetzung 162
3.6.2. Unterschiede zwischen standardisierten und individuellen Portfolios und Indizes 163
3.7. Der Öko-ESG-Index und der Impact-ESG-Index 164
3.8. Erweiterungsmöglichkeiten für institutionelle Anleger 167
4. Systematische Portfolioveränderungen im Zeitverlauf 167
4.1. Muster- und Anlegerportfolios: Eine Vorbemerkung 167
4.2. Mögliche Gründe für Rebalanzierungen 168
4.3. Unterschiedliche Rebalanzierungsmethoden im Vergleich 169
4.4. Warum das Weltmarktportfolio nicht rebalanziert werden muss 170
4.5. Regelmäßige systematische Überprüfungen aber nicht unbedingt Rebalanzierungen 171
4.6. Regelmäßige unterjährige Anpassungen der Musterportfolios 172
4.7. Vorgehen bei der regelmäßigen jährliche Portfolioüberprüfung der Musterportfolios 172
4.8. Asset-Allokationsänderungen in normalen Marktphasen 173
4.9. Asset-Allokationsänderungen bei Marktverwerfungen 175
4.10. Änderungen von Fonds bzw. ETFs 176
4.11. Portfolioänderungen bei signalabhängigen Portfolios und Auswirkungen auf Musterportfolios 176
4.12. Warum die Musterportfolios für Neuanleger unterjährig fortgeschrieben werden 177
4.13. Warum Bestandsanleger nicht unbedingt alle Musterportfolioänderungen umsetzen sollten 178
4.14. Informationen für Interessenten an den Portfolios, Anleger und Berater 179
4.15. Zusammenfassung 181
5. Fragen und Antworten 182
5.1. Renditen und Risikokennzahlen 182
5.1.1. Wieso bezeichnet Diversifikator seine Portfolios als „most passive“ und manchmal auch als einfach? 182
5.1.2. Wieso bietet Diversifikator Portfolios explizit für kritische Berater und Anleger an? 183

5.1.3. Welche Ziele in Bezug auf Renditen und Risiken strebt Diversifikator mit den Weltmarktportfolios an bzw. ist die Anlage in Diversifikator-Portfolios besonders rentabel und/oder besonders risikoarm? 183

5.1.4. Warum steht auf der Webseite von Diversifikator die tagesaktuelle Performance der Portfolios ganz oben? 184

5.1.5. Warum berichtet Diversifikator die Performance nicht nach dem international anerkannten GIPS-Standard? 184

5.1.6. Warum starten die ersten Portfolios von Diversifikator am 15.2.2016 mit dem echten Trackrecord? 185

5.1.7. Mit welchen Benchmarks sollte man die Portfolios von Diversifikator vergleichen? bzw. ist das Weltmarkportfolio nicht selbst eine Multi-Asset Benchmark? 185

5.1.8. Kann man die Diversifikator Portfolios als Benchmark für andere Portfolios nutzen? 185

5.2. Anlageprozess/Nutzungstipps 186

5.2.1. Wie kann man einen passenden Berater/Verwalter finden? 186

5.2.2. Wie kann man seine Risikotoleranz bzw. Verlusttragfähigkeit einschätzen? 187

5.2.3. Wie kann man Goal Based Investing (GBI), also eine ziel-abhängige Anlage, umsetzen? 187

5.2.4. Warum man mindestens 3 Stunden pro Jahr und nicht nur 3 Minuten für seine Kapitalanlagen „investieren“ sollte 188

5.2.5. Wie kann man unterschiedliche Robo-Advisors am besten vergleichen? 188

5.3. Portfolio-/Indexauswahl 188

5.3.1. Wieso wurden ab September 2017 zusätzliche ESG-Indizes eingeführt und was sind die Unterschiede zu den ESG Portfolios? 188

5.3.2. Warum bietet Diversifikator nicht nur ein Weltmarktportfolio an, sondern mehrere Portfolios? 189

5.3.3. Warum fokussiert Diversifikator sich auf die Themen Weltmarktportfolio, Alternatives und ESG?190

5.3.4. Bietet Diversifikator nicht zu wenige Individualisierungsmöglichkeiten an? 191

5.3.5. Wie kann man die Portfolios von Diversifikator testen? 191

5.4. Portfolioklassifikation 191

5.4.1. Wieso empfiehlt Diversifikator Mindestanlagesummen? 191

5.4.2. Wie wurden die Mindestanlagen für die Portfolios hergeleitet? 192

5.4.3. Können die Mindestanlagesummen ignoriert werden, wenn Depotanbieter Aktien- bzw. ETF Bruchstücke umsetzen können? 194

5.4.4. Wie hängen KIID, SSRI, Volatilität und Risiko zusammen? 194

5.5. Umsetzung 195
5.5.1. Wie findet man einen geeigneten Depotanbieter? 195
5.5.2. Wie kann man ETF-Sparpläne umsetzen? 195
5.5.3. Was ist beim ETF-Handel zu beachten? 196
5.6. Allokationen 196
5.6.1. Welche Rollen spielen Anleihen in den Portfolios von Diversifikator? 196
5.6.2. Wie kann man die Rendite- und Risikoeffekte unterschiedlicher Asset-Allokationen selbst testen? 196
5.6.3. Wie erfolgen Änderungen an Musterportfolios von Diversifikator? 197
5.6.4. Wie kommt Diversifikator im Weltmarktportfolio S zu den regionalen Allokationen? 198
5.6.5. Warum wird auch ein Weltmarktportfolio „Stars“ angeboten? 198
5.6.6. Warum bietet Diversifikator mit dem „S „ex Bonds“ ein Weltmarktportfolio ohne Anleihen an? 198
5.6.7. Warum bietet Diversifikator ein islamisches Portfolio an? 199
5.6.8. Warum bietet Diversifikator ein reines „Alternatives“ Portfolio an? 199
5.6.9. Warum bietet Diversifikator seit Anfang 2017 weitere Portfolios an? 200
5.6.10. Manche ETF-Arten, z.B. synthetische ETFs, werden kritisch gesehen. Was meint Diversifikator dazu? 200
5.6.11. Wie unterscheidet sich das Diversifikator-„Produktangebot“ von dem Angebot von Online Plattformen, Pools und Banken? 201
5.6.12. Was für ein Risikomanagement nutzt bzw. liefert Diversifikator? 201
5.6.13. Warum bietet Diversifikator Risikosteuerungs- bzw. Trendfolgesignale an? 202
5.6.14. Wie ist Diversifikator bei der Entwicklung der Risikosteuerungssignale vorgegangen? 202
5.6.15. Warum bietet Diversifikator Risikosteuerung auf Basis der 200Tagelinie an und nutzt keine anderen Methoden? 203
5.6.16. Wie kann man die Risikomodelle nutzen? 203
5.6.17. Was halten Sie von garantierten Produkten? 203
5.7. Portfolios 204
5.7.1. Welche Portfolios hat Diversifikator getestet und nicht online gestellt? 204
5.7.2. Welche Portfolios kann Diversifikator noch anbieten? 205
5.7.3. Kann man seine reale Portfoliozusammensetzung jederzeit ändern? 205
5.8. Wer wir sind 206
5.8.1. Wie sicher ist die Anlage und was passiert bei einer Einstellung der Aktivitäten von Diversifikator? 206

5.8.2. Ist Diversifikator nicht zu klein, um von seriösen Kooperationspartnern akzeptiert zu werden? 206

5.9. Wir sind anders 207

5.9.1. Wieso bezeichnet Diversifikator sich als 80% anders? 207

5.9.2. Wieso ist Transparenz so wichtig für Diversifikator? 207

5.9.3. Hat Diversifikator bei so viel Transparenz keine Angst vor Kopierern? 207

5.9.4. Wieso bezeichnet Diversifikator sich als unabhängig? 208

5.9.5. Was versteht Diversifikator unter einem dialektischen Ansatz? 208

5.9.6. Wie ist das Geschäftsmodell von Diversifikator? 209

5.9.7. Wieso wird Diversifikator in Robo-Advisor Vergleichen manchmal nicht aufgeführt? ... 209

5.9.8. Was macht Diversifikator anders als sogenannte Robo-Advisors? 209

5.9.9. Warum richtet Diversifikator sein Angebot auf Berater und nicht direkt auf Endkunden aus? 209

5.9.10. Auf welche Kundengruppen setzt Diversifikator? 210

5.9.11. Wird Diversifikator überflüssig, wenn Finanzdienstleister ihren eigenen Robo-Advisor anbieten? 210

5.9.12. Warum sollten Berater Diversifikator nutzen bzw. empfehlen? 210

5.9.13. Welche Berater empfiehlt Diversifikator bzw. warum gibt es Berater, die keine Portfolios von Diversifikator anbieten wollen? 212

5.9.14. Was hält Diversifikator von Honorarberatung? 213

5.9.15. In den USA und zunehmend auch in Deutschland wird das Thema Smart Beta propagiert. Was halten Sie davon? 214

5.9.16. Wieso präferiert Diversifikator „More Beta“ gegenüber „Smart Beta“? 214

5.9.17. Was hält Diversifikator von Gold, Selbstversorgerfarmen und Sammlerobjekten wie Kunst, Oldtimern und Schmuck? 215

5.9.18. Wird Diversifikator auch geschlossene Fonds und andere illiquide Investments anbieten? 215

5.9.19. Haben Webseitennutzer Einflussmöglichkeiten auf Diversifikator? 215

5.9.20. Warum wurde Diversifikator „Diversifikator“ genannt? 216

5.9.21. Bietet Diversifikator Investment-Research an? 216

5.9.22. Wie verbindlich sind die Diversifikator „Empfehlungen“ für Interessenten an den Musterportfolios? 216

5.9.23. Kann man die Tätigkeit von Diversifikator als Portfoliomanagement oder Vermögensverwaltung bezeichnen? 217

5.9.24. Wieso wird Diversifikator nicht reguliert? 217

5.9.25. Welches sind die Hintergründe von Diversifikator und wie lautet der Unternehmensgegenstand? 217

5.9.26. Wie sieht Diversifikator die Zukunft von Online-Vermögensberatung und -Verwaltung? 218

5.10. Kosten 219

5.10.1. Warum scheint Diversifikator etwas teurer zu sein als einige sogenannte Robo-Berater (Online-„Berater“)? 219

5.10.2. Wie werden die Services von Diversifikator bezahlt? 220

5.10.3. Muss nur bei exakter Umsetzung der Musterportfolios bezahlt werden? 221

5.10.4. Was für Kosten fallen für Honorarberater, Single Family Offices bzw. institutionelle Anleger wie Stiftungen an? 222

5.10.5. Warum hat sich Diversifikator für ein Servicegebührenmodell entschieden? 222

5.10.6. Warum verlangt Diversifikator volumenbasierte und keine erfolgsorientierten Gebühren? 222

5.10.7. Bei den günstigen Gebühren, die Diversifikator verlangt, müssen relativ viele Kunden gewonnen werden, um profitabel zu werden. Wie soll das gelingen? 223

5.11. Investmentphilosophie 223

5.11.1. Wieso ist Investmentphilosophie wichtig und welche Philosophie verfolgt Diversifikator? 223

5.11.2. Wieso bezeichnet Diversifikator manche seiner Portfolios als „most diversified“? 224

5.11.3. Warum bezeichnet Diversifikator seine Ansätze als robust, obwohl die Portfolios von Diversifikator nicht immer robust gegenüber Marktveränderungen sind? 224

5.11.4. Was macht Diversifikator anders als ETF-Dachfonds? 225

5.12. ESG – verantwortungsvolles Investieren 225

5.12.1. Welche Rolle spielt verantwortungsvolles Investieren für Diversifikator? 225

5.12.2. Warum ist ESG bzw. SRI wichtig, was ist zu beachten und wie geht Diversifikator vor? 226

5.12.3. Was plant Diversifikator in Bezug auf ESG? 226

5.12.4. Inzwischen gibt es Nachhaltigkeitsratings für traditionelle ETFs. Warum nutzt Diversifikator diese nicht? 227

5.13. No- bzw. Small-Data 227

5.13.1. Diversifikator propagiert einen sogenannten No- bzw. Small-Data Ansatz. Welche Rolle spielt das Thema Kundendaten bzw. Datenschutz für Diversifikator? 227

5.13.2. Welche persönlichen Daten benötigt Diversifikator? 227

5.14. Pseudo-Optimierer 228

5.14.1. Wie ist Diversifikator zu den Musterportfolios gekommen und wie kann man Portfolios (Pseudo-) optimieren? 228

5.15. Rückrechnungen 229

5.15.1. Diversifikator-Portfolios und Indizes haben bisher erst einen kurzen echten Track Record. Ist das nicht ein großer Vermarktungs-Nachteil? 229

5.15.2. Warum nutzt Diversifikator nicht die „offizielle" KIID-Risikoklassifikation für seine Portfolios? 229

5.15.3. Wie hat Diversifikator die Faktoranalyse aufgesetzt? 230

5.15.4. Was hat es für Auswirkungen, dass Diversifikator für die Rückrechnungen einfache Benchmarks nutzen? 230

5.16. Portfolio-Risiken 230

5.16.1. Welche möglichen Risiken gibt es außer Portfolio-Risiken? 230

5.17. Weitere Informationsquellen 232

5.17.1. Wie würde eine Do-It-Yourself Anleitung für kritische Anleger, die möglichst viel selbst überprüfen wollen, lauten und welche Tool- und Datentipps für Berater hat Diversifikator? 232

5.17.2. Wie kann man eine Kontoaggregation umsetzen? 233

5.17.3. Wieso sind wir skeptisch in Bezug auf klassische Kundenklassifikationen nach Alter, Risikoerwartung etc.? 234

5.17.4. Warum bietet Diversifikator keine (Tools für) Analysen bestehender Anlageportfolios an? 235

5.17.5. Was hat Geldanlage mit Gaming zu tun? 235

5.17.6. Wie können Kunden dabei mithelfen, besser beraten zu werden bzw. bessere Portfolios zu bekommen? 235

6. 80% anders: Das Diversifikator A-Z 236

7. Literaturverzeichnis 240

8. Disclaimer 243

1. Das Diversifikator Konzept

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

Es gibt schon so viele Investmentprodukte und Anbieter, wozu braucht es da noch Diversifikator?

Unsere Antwort:

Diversifikator liefert Beratern und Anlegern einen „Baukasten", der die komplette Vermögensanlage u.a. mit dem besonders diversifizierten sogenannten Weltmarktportfolio und Cash ermöglicht und mit „Tools" unterstützt. Die von Diversifikator entwickelten Portfolios können aber auch ergänzend zu anderen Anlagen genutzt werden. So kann ein Anleger neben oft intransparenten diskretionären [2] und prognoseabhängigen quantitativen Ansätzen mit Diversifikator-Portfolios eine dritte (nämlich eine systematisch-prognosefreie) Anlagephilosophie in seine Portfolios aufnehmen und so über sehr unterschiedliche Investmentüberzeugungen diversifizieren.

Diversifikator liefert neue **r**egelbasierte, **e**videnzbasierte, **t**ransparente, **r**obuste und **o**ptimierungsfreie („RETRO"), kostengünstige und besonders diversifizierte traditionelle und „verantwortungsvolle" Investmentlösungen an. Dazu wird online eine Endkunden- und Beraterunterstützung angeboten. Berater sollen für ihre wichtige Tätigkeit mit einer adäquaten Servicepauschale direkt vom Anleger bezahlt werden.

Damit sollen folgende Probleme reduziert werden können:

Unzureichende Rendite durch hohe Kosten: Die meisten Anlageprodukte schlagen ihre Vergleichsindizes nicht. Das liegt oft an relativ hohen Kosten der Produkte. Banken, Finanz- und Anlageberater bieten oft Produkte mit hohen Provisionen [3] und selten kostengünstigen Indexfonds (z.B. ETFs, Exchange Traded Fonds) an.

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

---

[2] diskretionär bedeutet „nach freiem Ermessen handelnd"
[3] Fonds mit hohen (Vertriebs-)Gebühren zählen oft zu den meistverkauften Fonds

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

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

Wenig Verantwortung: Unter Experten besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass vor allem Aktienanlagen, die „verantwortungsvollen“ (ESG: Environment, Social, Governance) Selektionskriterien folgen, keine Rendite- oder Risikonachteile gegenüber traditionellen Portfolios haben. Trotzdem gibt es in 2015 erst sehr wenige deutsche ESG-Angebote und auch noch in 2019 international nur sehr wenige (keine?) Angebote mit so strengen ESG-Anforderungen wie den PureESG Portfolios von Diversifikator.

1.2. Geschäftskonzept: Transparente Anlage-Modellportfolios zur Beraterunterstützung

Aus unserer Sicht sieht ein idealer Anlageprozess wie folgt aus:

Schritt 1: Finanzplanung: Ausgangslage und Anlage/Ausgabepläne

Schritt 2: Risikotragfähigkeitsanalyse

Schritt 3: Portfoliowahl

Schritt 4: Portfolioimplementierung

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

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

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

Unsere systematisch-prognosefreie Investmentphilosophie unterscheidet sich von der Anlagephilosophie der meisten anderen Anbieter. Wir versuchen, alle unsere Annahmen transparent und nachvollziehbar zu machen. Anlageberater und auch ihre Kunden sollen möglichst die gleichen Informationen haben wie wir. Diese Informationen und auch „Tools" sollen auch online zur Verfügung gestellt werden.[4]

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

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

1.3. Was wir nicht sind

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

Wir sehen uns auch nicht als typische Robo-Advisor an, die voll automatisierte bzw. algorithmusgesteuerte Portfolioempfehlungen für Selbstentscheider liefern. Wir wollen nicht den gesamten Kapitalanlageprozess automatisieren. Die Analyse von Anlagebedarf und Anlagepotential ist sehr sensibel. Die Daten dafür sollten vertraulich behandelt werden. Wir wollen diese Daten nicht haben und automatisieren diesen Teil des Prozesses daher auch nicht. Und besonders die individuelle Kundenberatung ist sehr herausfordernd und – wenn man sie richtig macht – komplex. Diese überlassen wir lieber Beratungsprofis. Wir sind daher kein Berater und somit auch kein Robo-Berater. Wir wollen aber Interessenten helfen, ihre Kapitalanlage möglichst gut zu machen und helfen daher mit Tipps für "fremde" Software bzw. Tools und bei

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

der Suche nach Beratern. Wir sind allenfalls ein Berater-Robo, also eine Plattform, die Berater regelbasiert (unser „Algo-Ansatz“) und transparent dabei unterstützt, ihre Kunden gut zu beraten. Von allen Fintech-Segmenten, die typischerweise unterschieden werden, sind wir aber trotzdem am ehesten den Robo-Advisors zuzuordnen.

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

Konkret: Wir beraten keine Privatkunden. Wir haben üblicherweise keine direkten Beziehungen zu Privatkunden, sondern bieten unsere Services über Banken, Berater, Vermittler und Verwalter an. Wir sammeln keine Privatkundendaten (außer z.B. E-Mail Adressen von News-Interessenten bzw. Daten, falls Rechnungen gewünscht werden) und geben keine personenindividuellen Empfehlungen ab. Wir beraten nur zu nicht-regulierungspflichtigen Themen, z.B. professionelle institutionelle Investoren bzw. Finanzdienstleister bei allgemeinen Fragen der Kapitalanlage z.B. in Bezug auf Asset Allokation und Manager-, Fonds- bzw. Instrumentenselektionsprozesse.

Wir vermitteln nicht: Für unsere Musterportfolios werden Bestandteile nach den von uns entwickelten Regeln ausgesucht. Wir vermitteln keine Produkte und nehmen daher auch keine Vermittlungsgebühren an[5]. Wir erhalten aber Servicegebühren von Beratern bzw. Banken und Versicherungen, die unsere Musterportfolios empfehlen. Diese Gebühren sind standardisiert. Mögliche Fehlanreize für uns sehen wir nicht.

Wir vermarkten keine Finanzanalysen von Emittenten oder einzelnen Instrumenten. Allerdings machen wir Produkt- und Emittenten-Analysen für den internen Gebrauch.

Und wir betreiben kein Einlagengeschäft: Privatkunden überweisen ihr Anlagegeld nur an regulierte Depotbanken und die Honorare oder andere Vergütungen ggf. direkt an ihre Berater, aber sie sollen keinesfalls Anlagegeld bzw. Einlagen direkt an uns überweisen.

Von der Regulierung her sehen wir uns am ehesten als vergleichbar zu institutionellen Investmentconsultants, die ebenfalls nicht reguliert werden. Konkreter sehen wir uns als nicht-regulierungspflichtige Entwickler standardisierter regelbasierter Modell- bzw. Musterportfolios („Portfolio-Strategen“ bzw. „Modellportfoliobauer“ bzw. „Portfolio-Modellbauer“ bzw. „Portfolio-Kompositeure“) an. Im Vorfeld der Gründung der Gesellschaft haben wir eine dementsprechende Negativerklärung der BaFin erhalten.

---

[5] Diversifikator ist eine Informations- (zum „client enabling) und keine Vermittlungsplattform. Es wird insbesondere nicht bewusst und final auf Anleger – die Diversifikator typischerweise vorab nicht einmal bekannt sind - eingewirkt und es werden keine konkreten Geschäfte vorgeschlagen, sondern es wird allenfalls angeregt, Modellportfolios in einer jeweils individuellen Mischung mit Cash nachzubilden.

1.4. Modularer Ansatz statt vollständige und integrierte Automatisierung

Robo-Berater automatisieren den kompletten Anlageprozess. Wir unterstützen Berater und ihre Kunden im Anlageprozess. Wir könnten den ganzen Prozess automatisieren, das würde jedoch sehr viele Annahmen erfordern. Daher stellen wir den Kunden und ihren Beratern lieber Tools[6] zur Verfügung, die sie bei den verschiedenen Schritten unterstützen sollen[7].

Wir halten folgendes Vorgehen für sinnvoll:

a) Finanzplanung:

Der Anleger benötigt im Idealfall

- eine Bestandsaufnahme seiner aktuellen Einnahmen und Ausgaben (sogenanntes Haushaltsbuch) [8]
- eine Übersicht über sein aktuelles Vermögen und seine Schulden
- Eine Liste seiner geplanten Anschaffungen und anderen Großausgaben: Wohnung/Haus, Kindererziehung, Autos, große Reisen, Pflege im Alter etc.
- Eine Einschätzung persönlicher Großrisiken wie Jobverlust, schwere Krankheit etc.
- Eine Übersicht über den Versicherungsschutz, vor allem in Bezug auf Renten- und Lebensversicherungen inklusive gesetzlicher und betrieblicher Altersvorsorge, Pflege und Berufsunfähigkeitsversicherung etc.
- Annahmen über Verzinsung/Renditen von Vermögensanlagen und die Abzinsung (um den aktuellen Gegenwert zu schätzen) von künftigen Verpflichtungen um eine mögliche „Deckungslücke" zu berechnen.[9]
- Eine detaillierte Übersicht über seine Wertpapieranlagen: Dafür macht es Sinn, diese detailliert nach Anlagesegmenten zu gruppieren. Das soll sicherstellen, dass es bei Zusatzinvestment zu keinen unnötigen sogenannten Risikoklumpen kommt, in dem z.B. die Aktienquote zu hoch wird (siehe z.B. Faktoranalyse wie auf www.portfoliovisualizer.com dargestellt).

b) Risikotragfähigkeitsanalyse:

---

[6] Sofern wir gute kostenlose externe Tools gefunden haben, verweise wir auf diese („Best-of-free-Tools" Ansatz)

[7] dazu siehe auch Abschnitt „Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben"

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

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

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

Für die Geldanlage halten wir das wissenschaftlich basierte Programm der Universität Mannheim für besonders empfehlenswert (s. www. behavioral-finance.de)[10].

c) Portfoliowahl:

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

d) Portfolioimplementierung:

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

Nur die automatische Implementierung von Musterportfolios in Depots ist relativ einfach und auch hilfreich, gerade wenn es zu Umschichtungen im Portfolio kommt bzw. wenn mit regelmäßigen Sparraten gearbeitet wird. Dabei ist auf eine kosteneffiziente Implementierung zu achten, die z.B. bei direkten ETF Portfolios dazu führt, dass nur wenige ETFs ins Portfolio kommen[11] und besonders bei ratierlichen Investments (Sparplänen) intelligent zu den einzelnen ETFs allokiert wird.

Solche Implementierungen werden von allen guten Depotbanken angeboten.

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

1.5. Unsere Ziele: Attraktive Rendite bei erträglichem Risiko und hoher Robustheit

Wir streben nicht an, optimale bzw. optimierte Portfolios zu entwickeln. Optimierungen sind zwar mathematisch manchmal recht einfach, aber Optimierungen sind immer abhängig von den oft zahlreichen Basisannahmen, die vielfach unrealistisch sind, und von guten Prognosen, die oft sehr schwierig sind. Bei kleinen Änderungen der Annahmen/Prognosen ergeben sich bei Optimierungsmodellen oft große Ergebnisänderungen und damit stark unterschiedliche Anlageempfehlungen[12].

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

Da wir keine Prognosen verwenden, werden unsere Basisportfolios über viele potentielle (Anlage-) Renditesegmente und Länder bzw. Regionen sowie Währungen diversifiziert. Aus Renditegesichtspunkten unattraktive Segmente wie ETFs mit Staatsanleihen entwickelter Länder, die eine geringe Restlaufzeit aufweisen, werden nicht ins Portfolio aufgenommen. Soweit möglich werden die Portfolios mit kostengünstigen Indexfonds umgesetzt, denn geringe Kosten sind einer der wichtigsten Faktoren für attraktive Portfoliorenditen.

Wir streben außerdem möglichst robuste Anlageportfolios an. Robustheit soll dabei ebenfalls vor allem über eine breite Diversifikation erreicht werden. Daher sind Anlagesegmente wie

[11] Wenn ETF-Stücke anteilig (Bruchstücke) gekauft werden können, spielt die ETF-Zahl im Portfolio eine geringere Rolle für die Kosten

[12] Siehe dazu die Pseudo-Optimierer auf www.diversifikator.com

Immobilien, Infrastruktur und Rohstoffe in unseren Basisportfolios vertreten, allerdings, um die Anleger-Risiken zu begrenzen, nur in liquider Form über Aktien aus diesen Bereichen.

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.[13]

Berater müssen gemeinsam mit ihren Kunden festlegen, wie viel Geld in derartige Anlagen investiert werden soll. Wir halten Anleihen nicht für risikolos und schlagen daher vor, dass Berater unsere Renditeportfolios mit kurzfristigen Anlagen bei möglichst sicheren Banken („Cash") kombinieren.

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

1.6. Unser Anspruch: Transparenz auch „nach Vorne" und Nachvollziehbarkeit

Wir möchten erreichen, dass Endkunden und ihre Berater jederzeit in der Lage sind, unsere Portfolios zu verstehen. Wir legen daher die Zusammenstellung unserer Portfolios zu jedem Zeitpunkt detailliert offen (zeitpunktbezogene Transparenz). Und wir zeigen auch, wie wir zu der jeweiligen Zusammenstellung kommen, legen also die Regeln offen, so dass auch unsere Annahmen geprüft werden können. Wir streben außerdem an, dass unsere Portfolios einfach selbst überprüft werden können, also zum Beispiel eigene Rückrechnungen gemacht werden können.

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

---

[13] Siehe dazu auch die Rückrechnungen auf www.diversifikator.com oder auch www.portfoliocharts.com

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

Unter Investmentphilosophie verstehen wir die grundsätzliche Weltanschauung, Sichtweise oder Grundüberzeugung eines Anlegers, idealerweise als ein umfassendes und kohärentes System von Überzeugungen[14]. Man kann drei Arten von Philosophien unterscheiden: Meinungsbasierte („diskretionäre“), systematisch-prognosebasierte und systematisch-prognosefreie. Wir sind Anhänger von systematisch-prognosefreien Ansätzen.

Wir mögen transparente, nachvollziehbare und einfache Regeln lieber als Meinungsabhängigkeit. Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass Anleger, die sich strikt an klare Regeln halten, oft bessere Anlageergebnisse erhalten als solche, die keine klaren Regeln haben oder sich nicht an die Regeln halten[15].

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

Wir denken, dass es die richtige Asset Allokation nicht gibt, Diversifikation sehr wichtig ist[16] und man gute Renditen am besten mit möglichst kostengünstigen Lösungen umsetzt[17]. Denn kostengünstige Lösungen machen es einfacher, gute Renditen zu erreichen.

Wir setzen vor allem aus Renditengründen aus Diversifikation: Da wir nicht wissen (bzw. nicht prognostizieren können), welche Anlageklassen künftig am besten rentieren werden, nehmen wir alle nennenswerten Anlageklassen ins Portfolio, die eine positive Rendite erwarten lassen. Wir arbeiten damit nicht annahmefrei, denn von allen Anlageklassen im Portfolio erwarten wir grundsätzlich die Möglichkeit, positive Renditen beizutragen. Wir nutzen aber keine konkreten Prognosen, welche Anlageklasse wann wie rentieren wird. Wir nehmen nur Anlageklassen ins Portfolio, die sich von bereits im Portfolio befindlichen Anlageklassen unterscheiden[18]. Wir nutzen aber keine Korrelationsprognosen. So sind Anleihen bei uns im Portfolio, weil wir annehmen, dass

---

[14] s. Söhnholz 2013b, S. 65
[15] s. Bhattacharya et al. 2012
[16] s. Söhnholz et al. 2010
[17] s. z.B. Faber 2015, S. 104
[18] zur schwierigen Bestimmung bzw. Abgrenzung von Assetklassen siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35 und 187-189

mit diesen eine positive Rendite erwirtschaftet werden kann. ETFs aus Staatsanleihen entwickelter Länder mit geringen Restlaufzeiten kommen jedoch nicht ins Portfolio.

Tabelle: Überblick über unsere wesentlichen Investmentüberzeugungen[19]

	Grundüberzeugung	Konsequenz
1	Asset-Allokation ist am wichtigsten für die Portfolioperformance	Fokus auf (Fehlervermeidung bei der) Asset-Allokation
2	Dauerhaft gute ökonomische und besonders Finanzmarktprognosen sind schwierig	Prognosefreie Kapitalanlage und auch Verzicht auf Rangfolgebildungen oder Wertbeurteilungen[20]
3	Portfoliokonstruktionen (Optimierungen) reagieren oft sehr sensibel in Bezug auf die Änderung von Inputdaten	Robuste, einfache Ansätze statt (Pseudo-) Optimierungen[21]
4	Um in ein Portfolio (Long-Only/Bias) aufgenommen zu werden, muss eine Anlageklassen/-segment eine gute Chance haben, eine Rendite oberhalb der Inflationsrate zu generieren	Breite Diversifikation über potentielle Renditesegmente
5	Vergangene Rendite ist oft kein guter Indikator für künftige Renditen	Investments auch in Anlagen ohne (guten) Track Record und Bereitstellung von Tools zum eigenen „Backtesten“
6	Märkte sind nicht immer effizient (s. Behavioral Finance), aber können trotzdem nur sehr schwer dauerhaft geschlagen werden	Passive Anlage mit Weltmarktportfolio (Asset Allokation) und kapitalgewichteten ETFs
7	Diversifikation ist wichtig zur Risikobegrenzung, aber auch zur Renditegenerierung, weil man meist nicht im Vornhinein weiß, welche Anlagesegmente künftig wie performen werden	Breite Diversifikation
8	Niedrige Kosten ist einer der wichtigsten Faktoren für gute Anlageerfolge	Auf kostengünstige Anlagelösungen setzen, z.B. ETFs
9	Rendite nach Steuern ist wichtiger als vor Steuern	Steuerliche Effekte bei ETF-Selektion und Portfoliostrukturierung sowie Rebalanzierung beachten
10	Verlustrisikomaße sind besser als Schwankungen (Volatilität) als Risikomaß geeignet. Um das Risiko bzw. das Verhalten eines Portfolios zu verstehen, ist Regeltransparenz besonders wichtig, die eine Transparenz „nach Vorne“ ermöglicht	Umfassende Regelbasierung mit möglichst hoher Transparenz
11	Verantwortungsvolles Investieren (ESG) ist eher positiv als negativ in Bezug auf Rendite und/oder Risiko einzuschätzen	ESG-kompatibel anlegen
12	Eine gute und individuell passende Geldanlage zu finden, ist schwierig bzw. komplex	Gute Beratung ist wichtig

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

[20] Einschätzungen, ob eine Anlage besser als eine andere ist oder ob eine Anlage teuer oder billig ist werden vermieden

[21] Wir sprechen t.w. von Pseudo-Optimierungen, die zwar mathematisch korrekt sind aber die auf oft zahlreichen Annahmen/Inputs beruhen, die fragwürdig sein können, siehe dazu z.B. unser „Optimierer“ auf www.diversifikator.com

1.8. Unsere Umsetzung: Regelbasierte Allokation mit passiven Instrumenten

Eine rein passive Kapitalanlage ist nicht möglich[22], denn jeder Kapitalanleger selektiert „aktiv" Anlageklassen, trifft „aktive" Entscheidungen über Anlagevehikel (z.B. nur ETF-Einsatz), muss „aktiv" über Umschichtungen und Risikomanagementmethoden entscheiden und vieles mehr. Das sollte unseres Erachtens am besten mit Hilfe von möglichst einfachen Regeln erfolgen. Einfache Regeln sind robuster und transparenter als komplexe Regeln und können einfacher nachgeprüft werden. Selbst sehr schlaue und hoch bezahlte Portfoliomanager konnten auch mit hohen Investitionen in komplexe Systeme und sehr großer Anlagefreiheit oft nicht überzeugen, wie man an unattraktiven Langfrist-Performances vieler großer Hedgefonds sehen kann. Relativ einfache Ansätze haben dagegen gute Ergebnisse gebracht, wie z.B. das Buch Global Asset Allocation von Faber zeigt. Eine diversifizierte und kostengünstige Umsetzung kann am besten mit Indexfonds erfolgen. Dazu bieten sich für Privatkunden Exchange Traded Funds (ETFs) an, also börsengelistete Indexfonds.

Braucht man dafür Portfolio-Strategen oder Berater? Unserer Meinung nach ja, denn es ist nicht einfach, die richtigen einfachen und robusten Ansätze zu finden. Außerdem halten wir es für wichtig, diese Ansätze auf Basis eigener Erfahrungen, Erfahrungen anderer Praktiker und auch neuesten akademischen Publikationen permanent zu hinterfragen. Ein Beispiel ist die seit einiger Zeit geführte Smart-Beta Diskussion. Uns gehört die www.smart-beta.de Domain, das heißt, dass wir uns früh mit dem Thema beschäftigt haben. Wir kennen zahlreiche Untersuchungen und Produkte zu dem Thema und werden das Thema weiter eng verfolgen[23].

Außerdem müssen die selektierten Regeln auf ihre effiziente Umsetzung hin geprüft werden. Man kann zum Beispiel nicht alle ETFs bei allen Depotbanken kaufen. Gerade für kleine Anlagebeträge können außerdem – vor allem bei häufigen Umschichtungen – Portfolios mit zu vielen ETFs schnell teuer in der Implementierung werden. Daher entwickeln wir Portfolios, die sich je nach Depotbank und Anlagesumme unterscheiden können.

Für langfristig orientierte Anleger ist die Börsennotiz bzw. die Möglichkeit des damit verbundenen Intraday-Handels, also des Kaufs- oder Verkaufs von ETFs im Tagesverlauf, nicht wichtig. Für die von uns vor allem für Langfristanleger zusammengestellten Portfolios kommen daher grundsätzlich auch andere Arten von Indexfonds in Frage. Allerdings haben ETFs den Vorteil eines sehr breiten Angebotes und meist sehr niedriger Minimum-Investments.

---

[22] s. Söhnholz 2014a

[23] Dazu siehe auch diverse Beiträge auf www.prof-soehnholz.com

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

Uns interessiert, welche Allokationen künftig besonders erfolgreich sein werden. Leider sind wir keine guten Prognostiker und kennen auch niemanden, der konsistent gut die Renditen und Risiken sowie Korrelationen, also die nötigen Daten für Allokations-Optimierungen, von allen interessanten Anlagen vorhersagen kann. Daher suchen wir Allokationen, die in unterschiedlichsten Marktphasen insgesamt attraktive Renditen bei relativ geringen Risiken generieren können, also besonders robust sind. Risiken messen wir dabei vor allem über zwischenzeitlich erlittene Verluste und nicht, wie üblich, über die Schwankungsintensität (Volatilität) von Kapitalanlagen. Volatilität in steigenden Märkten stört uns normalerweise nicht und in fallenden Märkten ist uns eine möglichst geringe Höhe der Verluste wichtiger als die Kurschwankungen. Aber wir messen Volatilitäten und daraus abgeleitete Kennzahlen, weil diese Marktstandard sind. Hinzu kommt, dass diese Maße zwar meist konzeptionell nicht befriedigend, statistisch aber trotzdem attraktiv sind, da sie ähnliche Ergebnisse wie konzeptionell überlegene Maße liefern können[24].

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

Simulationen (oder Szenarioanalysen) von Renditen und Risiken können den letztgenannten Punkt relativieren. Allerdings stellt sich damit die Frage, welche Annahmen den Simulationen zugrunde liegen bzw. welche Simulation als realistisch angesehen wird. Wir verfolgen daher einen anderen Weg der Bestimmung einer Ausgangsallokation.

Gestartet sind wir zunächst mit einer naiven Allokation, bei der Investments über alle Assetklassen gleich verteilt werden[25]. Das Problem dabei ist die (subjektive) Bestimmung von Anlageklassen/Segmenten, die (gleichgewichtet) ins Portfolio genommen werden. Wenn man 10 Anlageklassen hat, von denen 7 eher anleiheähnlich sind oder 10, von denen 7 eher aktienähnlich sind, kommt man in beiden Fällen bei einer naiven Gleichverteilung von jeweils 10% pro

[24] siehe Auer/Schuhmacher 2015
[25] siehe DeMiguel/Garlappi/Uppal 2009 und Söhnholz/Burkert 2008

Anlageklasse allerdings zu stark unterschiedlichen Portfolios. Inzwischen verfolgen wir einen anderen Ansatz: Allokationsstart mit dem Weltmarktportfolio, das etwas weiter unten erklärt wird.

In 2015 wurde das interessante Buch „Global Asset Allocation" von Mebane Faber[26] veröffentlicht. Faber rekonstruiert in dem Buch Allokationen besonders bekannter bzw. erfolgreicher Investoren mit Hilfe von Indizes liquider Wertpapiere bzw. ETFs. Er kommt zu dem Schluss, dass die Allokation nicht so wichtig ist wie niedrige Kosten[27]. Tatsächlich liegen die von ihm errechneten annualisierten – also auf das Jahr hochgerechneten - Renditen unterschiedlichster Allokationen relativ nah beieinander. Das hängt aber auch mit der gewählten Periode zusammen. Wenn man andere Zeitabschnitte wählt, kann man durchaus zu anderen Resultaten kommen. Durch den Zinseszinseffekt kommt es außerdem über längere Periode, aber auch bei Fabers Beispielen zu erheblichen Unterschieden in der Anlageperformance. Die aufgetretenen Verluste sind zudem sehr unterschiedlich und erreichen bei reinen Aktienportfolios knapp über 50%[28]. Vereinfacht ergibt sich: Je höher die Anleihequote in den Portfolios ist, desto geringer sind die Verluste in der betrachteten Periode.

Faber betrachtet die Jahre von 1973 bis 2013. Damit sind zwar einige sehr schlechte Jahre für Aktien, aber nur wenige schlechte Jahre für Anleihen erfasst (maximale Verluste für Anleihen knapp 16%[29]). Somit hilft die Faber-Analyse unseres Erachtens bei der Wahl einer „optimalen" risikoadjustierten Asset-Allokation nicht viel weiter. Ausgangsallokation für uns ist daher nicht das Portfolio eines besonders guten Investors der Vergangenheit, mit der Hoffnung, dass ein solches Portfolio auch in der Zukunft besonders gut funktioniert.

Wir wählen als unser Ausgangsportfolio das sogenannte Weltmarktportfolio, also die Allokation zu Anlageklassen, wie sie näherungsweise über alle Anlegergruppen und alle Anlagemärkte an den Finanzmärkten vorzufinden ist[30]. Wir sind keine Anhänger der Annahme, dass Märkte immer effizient sind. Im Gegenteil: Wir denken, dass Anlegerverhalten nicht immer rational im klassischen wissenschaftlichen Sinn ist und daher[31] zu „Fehlallokationen" führt. Hinzu kommt, dass ein Großteil des weltweit angelegten Kapitals teilweise starken Regulierungen unterliegt, die in den Jahren nach der Finanzkrise 2008 noch zugenommen haben. So dürften derzeit weltweit wesentlich mehr Anlagen in angeblich sicheren Staatsanleihen existieren, als es nach klassischen Portfoliooptimierungen oder auch dem freiem Willen von unregulierten bzw. wenig regulierten Anlegern der Fall wäre.

---

[26] S. Faber 2015
[27] s. Faber 2015, S. 104; Analyseperiode 1973-2013; ähnlich siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 33 für 2002-2008
[28] s. Faber 2015, S. 42
[29] s. Faber 2015, S. 42
[30] zur Weltmarktallokation siehe auch Jacobs/Müller/Weber 2009, Doeswijk/Lam/Swinkels 2014 und Vacchino/Schuller 2015 und 2018
[31] siehe u.a. sogenannte Biases und Framing z.B. bei Weber et al. 2015 S. 38-41

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

Der überwiegende Anteil der weltweiten Kapitalanlagen stammt von institutionellen Anlegern. Diese unterliegen oft erheblichen Anlagebeschränkungen. Ihnen wird oft vorgegeben, möglichst risikoarm anzulegen. Die meisten Regulierer haben in der Vergangenheit vor allem Staatsanleihen als risikofrei oder besonders risikoarm angesehen. Daher sind institutionelle (regulierte) Anleger sehr stark in Staatsanleihen investiert. Dabei wurde von Regulierern oft gar nicht oder nur wenig zwischen Anleihen verschiedener Staaten unterschieden. Die Annahme dahinter ist nachvollziehbar: Staaten können ihre Schulden normalerweise zurückzahlen, da sie im Zweifel zusätzliche Einnahmen durch Steuern oder Abgaben generieren können. Zahlreiche Staatspleiten und Schuldenschnitte der Vergangenheit[32] zeigen aber, dass Staatsanleihen nicht risikofrei sind.

Durch die relativ starke vermutete institutionelle bzw. Regulierungsabhängigkeit hat das Weltportfolio aber den Vorteil, dass es relativ stabil bzw. robust ist. Institutionelle Portfolios, vor allem regulierte Portfolios, ändern ihre Asset Allokation im Laufe der Jahre aktiv meist nur wenig. Es ist unwahrscheinlich, dass sich in relativ stabilen bzw. normalen Marktumfeldern die vorgesehenen Anlagequoten einzelner Klassen stark verändern. Das kann bei privaten Anlegern, die Anlagemoden stärker unterliegen können, anders sein. Zu erheblichen Änderungen institutioneller Portfolios und daher des Weltmarktportfolios insgesamt kommt es wohl vor allem, wenn einzelne Anlageklassen durch Markteinflüsse stark an relativem Gewicht verlieren, wie es in der Finanzkrise von 2008 für alle aktienmarktabhängigen Anlagen der Fall gewesen ist. Nach der Krise konnte man beobachten, dass institutionelle Anlagequoten sich an der jüngsten Vergangenheit orientierten, d.h. Aktienquoten im Vergleich zum Vorkrisenniveau relativ niedrig blieben.

Das bedeutet, dass es nicht so wichtig erscheint, das Ausgangsportfolio aktiv an Veränderungen anzupassen. Wenn sich das reale Weltmarktportfolio durch Marktverwerfungen ändert, z.B. die Aktienquote stark fällt, wird das in unserem Weltmarktportfolio ähnlich sein.

---

[32] S. Reinhart/Rogoff 2009

Die Messung bzw. Bestimmung des Weltmarktportfolios ist allerdings schwierig. Fabers Weltmarktportfolio [33] unterscheidet sich erheblich von dem von Jacobs/Müller/Weber. Jacobs/Müller/Weber allokieren 60% zu „GDP-weighted" Aktien, 25% zu Anleihen und 15% zu Rohstoffen, allerdings ist das Jacobs/Müller/Weber Portfolio aufgrund von Backtests optimiert. Faber hat nur Aktien, Anleihen und einen geringen Anteil Immobilien (in Form von REITs: Real Estate Investment Trusts) im Portfolio. Die Analysen von Doeswijk/Lam/Swinkels und vor allem das aktuellere und umfassendere Weltmarktportfolio von Vacchino/Schuller scheinen uns die bessere Ausgangsbasis für unser Weltmarktportfolio zu sein.

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

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

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

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

Die Abgrenzung von Anlageklassen ist schwierig. So ist für uns das Edelmetall Gold ein Bestandteil der Anlageklasse Rohstoffe aus dem Segment der Edelmetalle. Außerdem halten wir

[33] „Global Market Portfolio" nach Faber 2015, S. 61-66 mit Verweis auf Credit Suisse Research Institute 2014

Infrastruktur für eine eigene Anlageklasse und auch Agrar- bzw. Farmland und Forst[34]. Letztere werden in anderen Klassifikationen teilweise Immobilien (Land/Grundstücke) und teilweise Rohstoffen (wegen der Erträge in Form von Agrarerzeugnissen/Holz) zugeordnet. Währungen halten wir aufgrund der Tatsache, dass ein breites Währungsportfolio keine positive Renditeerwartung hat, nicht für eine eigene Anlageklasse[35].

Allerdings fokussieren wir uns nur auf grundsätzlich täglich liquide Instrumente für den Zugang zu Anlageklassen. Damit können Segmente wie Infrastruktur, Immobilien und auch Agrar-/Farmland effizient nur mit Aktienindizes (plus REITs bei Immobilien) umgesetzt werden. Aufgrund der verfälschenden Effekte von sogenannten Roll-Effekten (s. auch Begriffe wie Contango und Backwardation) werden auch Rohstoffe über Aktien und nicht – wie üblich – über Derivate umgesetzt[36]. Für Immobilienaktien/REITs[37] gibt es Untersuchungen, die zeigen, dass die Renditen mittelfristig den zugrunde liegenden Anlageklassen nahekommen. Für Rohstoffaktien und Agrarland/Forst haben wir noch keine vergleichbaren Untersuchungen gesehen[38].

Außerdem ist das Weltmarktportfolio von Faber stark US-lastig. So verwendet Faber zur Umsetzung der Immobilieninvestition nur einen reinen US-REIT-Index während wir unsere Startallokation um einen europäischen Index ergänzen (ein zusätzlicher Asien-REIT-Index wäre möglich, doch ist dieses Marktsegment insgesamt noch relativ klein). Durch die Nutzung von Infrastruktur-, Rohstoff- und Agrar-/Farmaktien-ETFs wird neben dem Zugang zu diesen Anlagesegmente 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. Das berücksichtigen wir, indem wir die Allokation unseres Weltmarktportfolios zu allgemeinen Aktienindizes reduzieren.

Die „Naivität" unseres Ansatzes zeigt sich in den „glatten" und einander meist ähnlichen %-Allokationen zu den von uns für relevant gehaltenen Anlagesegmenten. Wir streben keine „genaue" Abbildung „des" Weltmarktportfolios an, welches sowieso nicht eindeutig bestimmt

---

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

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

[36] s. auch Gabriel 2016

[37] siehe Hoesli/Oikarinen 2012 oder Kroenke/Schindler/Steininger 2013) und Infrastrukturaktien (siehe Towers Watson 2013

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

werden kann, sondern wir suchen nach einer adäquaten Näherung an eine vermutete Weltmarktanlageallokation.

Die beiden „großen" Anlageklassen Aktien und Anleihen kann man weiter differenzieren. So kann man für Anleihen verschiedene Segmente wie Staats- und Unternehmensanleihen, Asset-Backed Securities/Pfandbriefe und hybride Produkte wie Wandelanleihen oder auch festverzinsliche versus variabel z.B. inflationsabhängige Anleihen unterscheiden. Anleihen werden heute teilweise negativ verzinst. Da wir ein Renditeportfolio erstellen, werden Anlagesegmente, die keine positive Realrendite haben, erst gar nicht ins Startportfolio genommen. Da wir ohne Prognosen arbeiten, bezieht sich unsere Analyse auf aktuelle Daten. Daher werden Staatsanleihen entwickelter Länder mit geringen Restlaufzeiten nicht ins Portfolio aufgenommen. Für Anleger wird der „Verzicht" auf kurzfristige Anleihen dadurch „kompensiert", dass sie in der Regel eine risikotoleranzabhängige Mischung aus Weltmarktportfolio und Cash halten.

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

Während Mischfonds, aber auch viele sogenannte Multi-Asset bzw. vermögensverwaltende Produkte, ganz überwiegend hochkapitalisierte Aktien und Staats- und Unternehmensanleihen aus Industrieländern im Portfolio haben, sind bei Faber immerhin 8 unterschiedliche Anlagesegmente vertreten. Alternative Anlagen sind bei Faber jedoch nur in Form von 5% US Immobilienaktien bzw. REITs vertreten. Jacobs/Müller/Weber allokiert 15% zu Rohstoffen und Vacchino/Schuller weist einen Anteil von fast 50% in Private Equity, Immobilien und Agrarland aus. Mit unserer 30% Start-Allokation zu diesen „alternativen" Segmenten liegen wir am oberen Ende der Allokationen im Vergleich zu den anderen Studien. Da diese „alternativen" Segmente mit Aktien-ETFs umgesetzt werden, liegt unsere klassische Aktienallokation dagegen mit 25% am unteren Ende (Vacchino/Schuller ca. 15%, Doeswijk/Lam/Swinkels ca. 35%, Faber 40% und Jacobs/Müller/Weber 60%). Bei den Anleihen liegt unsere Allokation mit 45% im Mittelfeld (Vacchino/Schuller ca. 35%, Doeswijk/Lam/Swinkels ca. 65%, Faber 55% und Jacobs/Müller/Weber 25%).

Zu Anfang 2016 ändern wir die Allokation nur geringfügig. Aufgrund der neuen Allokation von Gadzinski/Schuller/Vacchino reduzieren wir den Anteil alternativer Aktien auf 25% und erhöhen den Anteil traditioneller Aktien auf 30%. [39] Für Anfang 2019 nehmen wir aufgrund der

[39] Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016

aktualisierten Studie dieser Autoren[40] eine weitere leichte Portfolioanpassung vor: Staatsanleihen werden um 5 Prozentpunkte reduziert und hälftig auf Unternehmensanleihen und Immobilien aufgeteilt. Die Anleihequote beläuft sich dann auf 42,5%, die Aktienquote (inklusive Private Equity) bleibt bei 35% und der „Alternativesanteil" (ohne Private Equity) steigt auf 22,5%.

1.11. Strukturierte und nachvollziehbare Index- und ETF-Selektion

Die Umsetzung der Allokation soll möglichst repräsentativ erfolgen. Nach der Asset-Allokation ist daher idealerweise eine Indexselektion erforderlich, denn für fast alle Anlagesegmente gibt es unterschiedliche Indizes[41], aus denen gewählt werden kann. Dabei geht es weniger um die Frage des Indexanbieters, sondern grundsätzlich um Themen wie: Welche Regionen bzw. Länder (inkl. Emerging und Frontier Markets?) bzw. welche Kapitalisierungen (inkl. Small Caps?) sollen bei Aktien berücksichtigt werden? Welche Arten von Anleihen (inkl. High-Yield?) bzw. welche Laufzeiten (kurze, mittlere, lange?) sollen abgedeckt werden? Allerdings gibt es tausende von Indizes weltweit, aber „nur" ca. tausend ETFs, die für deutsche Anleger geeignet sind. Aufgrund der zahlreichen weiteren wichtigen ETF-Selektionskriterien, die die ETF-Wahl bestimmen, wird daher auf die Ebene der vorgelagerten systematischen Indexselektion verzichtet und direkt auf Ebene der ETFs selektiert, wobei Indexunterschiede aber berücksichtigt werden.

Die Indexselektion ist auch für institutionelle Investoren nicht so wichtig, da sie sich Indizes nach den von ihnen gewünschten Regeln maßschneidern lassen können.

Wir setzen in erster Linie ETFs, also börsennotierte (Index-)Fonds ein. Das liegt nicht daran, dass wir den börsentäglichen Intraday-Handel nutzen wollen, sondern an den niedrigen Kosten, verbunden mit niedrigen Mindestinvestitionssummen, von ETFs. Für institutionelle Investoren sind nicht-börsennotierte Indexfonds oft sogar günstiger als ETFs. Diese institutionellen Fonds sind jedoch nur für den jeweiligen Fondsinitiator („Spezialfonds") zugänglich oder haben als institutionelle „Publikumsfonds" hohe Mindestinvestitionssummen, so dass sie für unsere an typischen Privatkunden orientierte Analyse nicht berücksichtigt werden.

Grundsätzlich zielen wir darauf ab, Instrumente zu nutzen, mit denen sich die angestrebte Asset Allokation möglichst gut umsetzen lässt und die dafür keine anderen gravierenden Nachteile (wie übermäßige Kontrahentenrisiken) mit sich bringen. Bei ETFs spielt vor allem die sogenannte Tracking Differenz (gemessen als absolute kumulierte Abweichung zum Vergleichsindex in der betrachteten Periode) und neben den Verwaltungsvergütungen auch sonstige Kosten und die Nachsteuerrendite eine wichtige Rolle. Zumindest solange erst wenige Anleger nach unseren

---

[40] S. Gadzinski/Schuller/Vacchino 2018
[41] s. Söhnholz 2012, S. 14

Regeln anlegen und da wir aus Kostengründen geringe Handelsaktivitäten bevorzugen, spielen Liquidität und Volumen von einzelnen ETFs nur eine untergeordnete Rolle.

Um die von uns vorgenommene Selektion von ETFs nachzuvollziehen, verweisen wir auf die für Anleger kostenlose Datenbank von Morningstar, die unseres Erachtens besonders zuverlässig ist[42].

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

1.12. Steuerliche Aspekte: ETF-Selektion und Tax Loss Harvesting

Bei der ETF-Selektion muss darauf geachtet werden, dass die ETFs eine deutsche Steuertransparenz für den deutschen Fiskus anbieten, andernfalls kann eine möglicherweise hohe sogenannte Strafsteuer erhoben werden. Ob ein solches Steuerreporting erfolgt, kann unter www.bundesanzeiger.de geprüft werden. Auch wenn ein solches Steuerreporting verfügbar ist, kann man steuereinfache und nicht ganz so steuereinfache ETFs unterscheiden. So sind in Deutschland aufgelegte ETFs, sowie im Ausland mit Hilfe von Swaps (Derivaten) konstruierte ETFs typischerweise steuereinfach: Das heißt, sie übernehmen die Steuerberechnungen und – falls nötig - Abführungen an den Fiskus selbst bzw. es fallen keine individuell zu errechnenden Steuern an. Für andere ETFs muss der Anleger sich selbst um eventuelle Steuererstattungen kümmern, das gilt vor allem für ausländische thesaurierende ETFs, also solche, die nicht regelmäßig Dividenden ausschütten[43]. Die Berücksichtigung dieser Steuerkriterien führt in unserem Fall dazu, dass nicht immer die günstigsten am Markt verfügbaren ETFs ausgewählt werden.

In den USA bieten einige Robo-Advisor ein sogenanntes Tax Loss Harvesting an, also eine Art automatische Steueroptimierung. Das funktioniert so, dass Titel mit aufgelaufenen Verlusten und damit „Steuergutschriften" vor Steuer-Deadlines, also für Deutschland typischerweise dem Jahresende, verkauft werden, um damit Steuerzahlungen vergleichbarer Anlagen zu reduzieren. Das geht grundsätzlich auch in Deutschland. So kann ein ETF mit aufgelaufenen Verlusten vor Jahresende verkauft werden, um so steuerbare Gewinne anderer ETFs zu reduzieren. Kurz nach dem Verkauf kann wieder ein gleicher bzw. ein vergleichbarer ETF gekauft werden. Dabei fallen

---

[42] siehe auch „Fondskosten sind wichtig" auf www.prof-soehnholz.com; für andere hilfreiche Datenbanken zur ETF-Sektion siehe Söhnholz 2012, S.12

[43] Das ändert sich ab Januar 2018 mit der Investmentsteuerreform.

natürlich Transaktionskosten an und das Risiko entgangener Kursverluste in der Zeit zwischen Verkauf und Kauf. In Deutschland ist ein Tax Loss Harvesting unseres Verständnisses nach aktuell wohl nur für vermögende Anleger interessant, die damit „Zeit" gewinnen wollen, d.h. steuerliche Verluste früher realisieren wollen, statt sie vorzutragen oder die Gewinne später versteuern wollen, weil dann z.B. ihre Steuerbelastung sinken könnte.

Eine Automatisierung dieses Ansatzes ist jedoch nicht so einfach, da sich individuelle Depots schon allein abhängig von den jeweiligen Anschaffungsdaten von ETFs voneinander unterscheiden können und Transaktionskosten variieren können. Außerdem sollte vermieden werden, dass andere Anleger von solchen Automatisierungen profitieren können: Wenn bekannt ist, dass bestimmte Wertpapiere von mehreren Anlegern in größerem Umfang systematisch ver- bzw. gekauft werden sollen, könnte sich das auf den Preis der Wertpapiere auswirken. Zudem ergeben sich mit dem Investmentsteuerreformgesetz demnächst möglicherweise Änderungen, die für die steuerliche Gestaltung von Kapitalanlagen relevant sein können.

1.13. Keine standardisierte Währungsabsicherung

Unsere Portfolios sind grundsätzlich Weltportfolios, d.h. Währungsentwicklungen, besonders die vom US-Dollar, können wichtig sein. Währungen können in den Verhältnissen untereinander stark schwanken und damit Portfolios erheblich beeinflussen. Gute Währungsprognosen sind aber sehr schwierig. Langfristig ist eine komplette Währungsabsicherung gerade für volatile Anlagen wie Aktien aufgrund der damit verbundenen hohen direkten und/oder indirekten (Opportunitäts-) Kosten (Kosten entgangener Währungschancen, die durch Absicherung nicht genutzt werden können) nicht attraktiv. Auch die Anleihen in unseren Portfolios sollen in erster Linie attraktive Renditen erbringen und wir wissen nicht, ob US-Dollar oder Euro-Anleihen künftig attraktiver sein werden für den Euro-Anleger. Unsere Anleiheportfolios werden daher ebenfalls nicht währungsgesichert. Das unterscheidet uns von anderen Ansätzen, bei denen oft zumindest die Anleihen in den Portfolios währungsgesichert werden.

Unsere „Sicherheitsportfolios" werden in Cash investiert und das sollten Euro Anlagen sein, wenn man die geplanten Ausgaben in Euro finanzieren möchte, was für die meisten deutschen Anleger gelten dürfte. Wenn man jedoch seinen Lebensabend in einem Land mit US-Dollar Währung verbringen möchte, kann das Cash ganz oder teilweise auch in US-Dollar angelegt werden.

Währungsgesicherte ETFs werden sich daher nicht in unseren Basis-Portfolios finden. Allerdings versuchen wir, eine möglichst gute Transparenz über die Währungsabhängigkeit der Musterportfolios zu schaffen, so dass Kunden mit Hilfe ihrer Berater Währungsrisiken absichern können. Dabei konzentrieren wir uns auf die Abhängigkeiten von den großen Währungen EUR und USD, da damit der allergrößte Teil der Währungsabhängigkeiten erfasst wird. So können Anleger individuelle Währungsabsicherungen relativ einfach umsetzen.

Eine Besonderheit ergibt sich bei unseren konzentrierten ETF-Portfolios. Unser Basisportfolio enthält fast 20 ETFs. Sparpläne sind über ein Portfolio von 20 ETFs nur mit sehr hohen Summen und administrativem Aufwand umsetzbar. Auch Rebalanzierungen der Allokationen, die wir einmal pro Jahr prüfen, bringen bei 20 ETFs einen zeitlichen Aufwand und vor allem bei kleinen Portfolios erhebliche Transaktionskosten mit sich. Wir haben daher ein einfacher umzusetzendes Portfolio mit 7 ETFs entwickelt[44]. In dem Portfolio werden nur 2 Anleihe-ETFs genutzt, die beide auf EUR-Anleihen fokussiert sind. Das wurde so ausgewählt, weil die im Portfolio vertretenen 5 Aktien- und Alternatives-ETFs recht stark US- und damit US-Dollarlastig sind.

1.14. Musterportfolios und individuelle Rebalanzierungen

Wir gehen davon aus, dass Anlageportfolios nicht dauerhaft unverändert gelassen werden sollten. Wir halten sogenannte Rebalanzierungen grundsätzlich für geboten[45]. Wenn man z.B. mit 50% Aktien und 50% Anleihen startet und Aktien im Lauf der Zeit 20% gewinnen, während Anleihen keine Wertveränderung zeigen, macht es unseres Erachtens Sinn zu prüfen, ob nach einer gewissen Zeit die Quoten wieder auf 50/50 geändert werden sollten. So würde antizyklisch ein Teil der gut gelaufenen Aktien verkauft, um nicht so gut gelaufene Anleihen zu kaufen. Die Frage ist, wie oft diese Rebalanzierung erfolgen soll. Faber führt es in seinen Analysen monatlich durch. Aufgrund von Handelskosten sind wir ein Anhänger von etwas selteneren Rebalanzierungen und favorisieren einmal jährliche Prüfungen[46]. Dabei beziehen wir uns auf Portfolios ohne Nutzung eines weiter unten beschriebenen Risikosteuerungstools. Bei der Nutzung eines Risikotools können andere Rebalanzierungszeitpunkte sinnvoll sein, die z.B. von Markteinstiegs- und Ausstiegssignalen abhängig sind.

Man kann argumentieren, dass für ein Weltportfolio Rebalanzierungen nicht nötig sind, weil das investierte Portfolio sich durch aktuelle Marktentwicklungen genauso entwickeln sollte wie das theoretische Weltmarktportfolio. Allerdings ist unser Weltmarktportfolio nur eine vereinfachte Abbildung des echten Weltmarktportfolios. „Das" echte Weltmarktportfolio ist zudem schwer zu bestimmen: Unterschiedliche Untersuchungen kommen zu unterschiedlichen Weltmarktportfolios und nicht alle diese Untersuchungen werden regelmäßig aktualisiert. Daher halten wir es für gerechtfertigt, ein Mal pro Jahr die Allokation unseres Musterportfolios zu überprüfen und gegebenenfalls Rebalanzierungen durchzuführen, wenn wir aus unserer Sicht zu starke Abweichungen von den von uns genutzten Basisstudien feststellen.

---

[44] Zunächst WMP 7 genannt und später in WMP S für „Small" umbenannt, weil nicht immer 7 ETFs vertreten sein müssen

[45] s. Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 41 und 44/45 oder auch auch Malkiel/Ellis 2013, S. 133-136

[46] dazu siehe auch Vanguard 2010 oder DeMiguel/Garlappi/Uppal 2009 und auch unsere portfoliospezifischen Berechnungen auf www.diversifikator.com

Hinzu kommt, dass einige der ETFs in unseren Musterportfolios ausschüttend gestaltet sind und Ausschüttungen sollten wieder angelegt werden. Und bei Sparplänen werden wohl eher nur einzelne ETFs bespart und nicht alle gleichzeitig, so dass es zu Abweichungen einer individuellen Depotperformance von der des idealen Weltmarktportfolios kommen kann[47].

Rebalanzierungen müssen dabei nicht unbedingt von allen Anlegern zeitgleich vorgenommen werden. Wenn die betroffenen Anleger insgesamt nur über ein kleines Anlagevolumen verfügen, ist das unkritisch in Bezug auf mögliche Marktbeeinflussungen. Aber auch Anleger mit kleinem Volumen sollten davor geschützt werden, dass andere Kapitalmarktteilnehmer zu ihren Ungunsten handeln. Das ist möglich, wenn genau bekannt ist, wann welche Transaktionen anstehen. In Abkehr von unserer allgemeinen Transparenzanforderung sprechen wir uns in diesem Fall dafür aus, den Musterportfolio-Umschichtungstag nicht vorab zu fixieren bzw. bekannt zu geben. Die Newsempfänger und die mit uns kooperierenden Berater und Depotbanken sollen jedoch rechtzeitig vorab über Musterportfolioanpassungen informiert werden, damit sie die Nutzer unserer Portfolios zeitnah informieren können.

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

Wir bieten keine individuelle Privatkundenberatung an, aber wir wollen bei Ihrer Beratung unterstützen. Die folgenden Ausführungen dienen in erster Linie der Beraterunterstützung: Unser Startportfolio ist relativ aktienlastig. Das ist aus unserer Sicht für den typischen langfristigen Investor gut in Bezug auf die Erreichung einer attraktiven Rendite. Aber auch Anleger, die keine Scheu vor relativ hohen zwischenzeitlichen Verlusten haben, benötigen manchmal kurzfristig Geld (Liquidität), z.B. für Anschaffungen. In einem sehr schlechten Marktumfeld, wie es 2008 in der Finanzmarktkrise der Fall war, kann unser Startportfolio durchaus erheblich an Wert verlieren[48]. Wenn man mit 100.000 EUR startet und 80.000 davon kurzfristig als Eigenkapital für einen Wohnungskauf nutzen möchte, dann kann man, bei maximal 20% Verlusterwartung für das Weltmarktportfolio, 100% im Weltmarktportfolio halten. Bei maximal 50% Verlusterwartung für das Weltmarktportfolio kann man z.B. 65% in einem sehr risikoarmen Portfolio („Cash“) anlegen und 35% im Weltmarktportfolio. Anleger mit geringer Risikotoleranz sollten einen höheren Liquiditätspuffer vorhalten, Anleger mit einer höheren Risikotoleranz können einen geringeren Cashpuffer zulassen.

---

[47] siehe dazu auch Abschnitt zu Sparplänen

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

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

Annähernd risikolos sind allenfalls ganz kurzfristige Anlagen bei sehr guten Banken bzw. Anleiheemittenten („Herausgebern"). Für die Beurteilung der Qualität von Anleihen bzw. der Emittenten (Bonität) kann man sich aber nicht auf Ratings verlassen. In der Finanzkrise von 2008 haben auch sehr gut geratete Anleihen teilweise sehr stark an Wert verloren. Ziemlich sicher sollte man aber bei kurzfristigen Geldanlagen bei Volksbanken, Sparkassen und Banken sein, die einer funktionierenden sogenannten Einlagensicherungseinrichtung angehören. Das ist unserer Ansicht nach bei Banken der Fall, die dem deutschen Einlagensicherungsfonds angehören. Dabei sind individuell bis zu EUR 100.000 pro Anleger und Bank garantiert[49]. Der Nachteil dieser Anlagen ist, dass sie fast immer weniger Zins zahlen, als die Inflationsrate beträgt, dass das Geld also real an Kaufkraft verliert.

1.15.1. Individualisierungsvariante A: Mischung aus Diversifikatorportfolio und Cash statt kurzlaufender Anleihen

Die Individualisierung der Kapitalanlage erfolgt unseres Erachtens am besten, wenn kurzfristig benötigte Mittel auf dem Girokonto, in kurzfristigem Termingeld (Tages-/Monatsgeld), auf Sparkonten oder in kurzlaufenden Anleihen ohne Währungsrisiko (im Folgenden auch als „Cash" bezeichnet) angelegt werden[50].

Sogenannte OGAW-Fonds[51] sind zwar nicht durch den Einlagensicherungsfonds abgesichert, gelten aber als sicher vor fremden unberechtigten Zugriffen, da sie Sondervermögen sind[52]. Nach Problemen in der Vergangenheit gelten nach Regulierungsänderungen Geldmarktfonds inzwischen als relativ sicher vor nennenswerten Verlusten[53]. Auch Fonds, die in kurzlaufende Anleihen sicherer Schuldner investieren, können als relativ sicher angesehen werden. Gemeinsam

---

[49] siehe auch https://bankenverband.de/service/einlagensicherung/sicherungsgrenze-abfragen
[50] konzeptionell folgen wir an dieser Stelle dem sogenannten 2-Fonds Theorem s. Tobin 1958
[51] „Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren", zu denen auch die meisten ETFs nicht jedoch sogenannte andere ETPs - Exchange traded products- zählen
[52] siehe BVI 2014
[53] siehe auch http://ec.europa.eu/finance/investment/money-market-funds/index_de.html

ist diesen Anlagen derzeit in der Regel, dass sie real, also nach Abzug der Inflationsrate, keine oder nur eine sehr geringe Rendite bringen oder dass sogar – allerdings geringe - reale Verluste anfallen können.

Die Logik von Musterallokationen für diverse Anlegertypen ist die Folgende: Ausgangsbasis für individuelle Beratungen kann die Annahme sein, dass das Weltmarktportfolio ein zwischenzeitliches Verlustrisiko von maximal 20% hat. Ab einem Anlagehorizont von maximal 5 Jahren kann mit relativ großer Sicherheit angenommen werden, dass das Risiko eines Wertverlustes dieses Portfolios bei 0 liegt (unsere Simulationen ergeben etwas geringere Verluste als 20% für 2008 und nur etwas über ein Jahr bis zur Wertaufholung). Geld, an das man 5 Jahre und mehr nicht herankommen muss, kann dann vollständig im Weltmarktportfolio angelegt werden. Die hypothetischen Vergangenheitswerte unserer Portfolios sind auf www.diversifikator.com zu finden[54].

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

1.15.2. Individualisierungsvariante B: Risikosignal-gesteuerte Diversifikatorportfolios

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

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

gibt es einige interessante Untersuchungen zu Signalen, die über viele Jahre gute Ergebnisse geliefert haben, die aber oft auch einige Jahre in Folge nicht so wie erwartet funktionieren[55].

1.15.3. Weitere Individualisierungsmöglichkeiten

Wie viel Geld in Cash und wie viel z.B. ins Weltmarktportfolio investiert wird, hängt auch davon ab, wie das sonstige Anlegervermögen angelegt ist. Unsere Portfolios berücksichtigen zum Beispiel keine illiquiden Anlagen. Illiquide Anlagen haben meist den Vorteil, dass sie wenig volatil erscheinen. Das liegt auch daran, dass ihre Renditen selten gemessen werden und oft von relativ stabilen Expertenschätzungen abhängen. Anleger sollten durch die Inkaufnahme der Illiquidität höhere Renditen für solche Anlagen erzielen als für liquide Anlagen (Illiquiditätsprämie). Im sogenannten 3-Fonds-Theorem[56] spielen illiquide Anlagen daher eine große Rolle, vor allem für vermögende und institutionelle Anleger. Anleger, die zum Beispiel viel Geld direkt und/oder über sogenannte geschlossene Fonds in europäischen Immobilien gebunden haben, könnten den entsprechenden Immobilien-ETF-Anteil in dem auf sie abgestimmten individuellen Weltmarktportfolio reduzieren, um ihre aggregierten Immobilienrisiken zu reduzieren[57].

1.16. Kostenlose „Cash“- Anlage und wo das „Cash“ angelegt werden kann

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

Unser Verzicht auf Gebühren für den Cashanteil des Portfolios kann theoretisch dazu führen, dass unser Musterportfolio-Modell von (Bank-)Beratern nicht so gerne empfohlen wird wie Fonds mit vergleichbarem Risikoprofil. Denn bei solchen (Multi-Asset bzw. Mischfonds) fallen Vertriebsprovisionen für Berater auch für die risikoarmen „Cash-ähnlichen“ Portfoliobestandteile an. Gerade bei sogenannten defensiven Mischfonds mit maximal 30% Aktienanteil und 70% oft fast renditelosen „Cash-ähnlichen“ Anlagen kann das zu nennenswerten Einnahmeunterschieden für Berater führen. Der Verzicht von Diversifikator auf Gebühren für Cash kann theoretisch auch

---

[55] s. z.B. Geczy/Samonov 2015, Ooi 2014 und Hurst/Ooi/Pedersen 2012
[56] siehe Söhnholz et al 2010, S. 97/98
[57] Siehe auch Konzept des umgekehrten Core Satellite Ansatzes mit illiquiden Assets im „Core“ und liquiden Assets als Satellites in Söhnholz, D. (2012): Systematische und prognosefreie Diversifikation, in Absolut Report Nr. 2, 36-42.

dazu führen, dass Berater einen höheren Anteil in Risikoanlagen empfehlen, als es für den Kunden gut ist, weil sie damit ihre Einnahmen erhöhen können. Gute Berater sind aber an der langfristigen Zufriedenheit der Kunden interessiert und nicht provisionsgetrieben.

1.17. Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben

Die Portfolios, die wir entwickeln, sollen einfach sein. Daher könnte man meinen, dass damit Anlageberater überflüssig werden. Aber bei einer guten Finanzberatung geht es um weit mehr, z.B. um[58]

1) Bestimmung der Höhe und der Zusammensetzung, der Renditepotentiale und der Risiken des aktuellen Vermögens und der verfügbaren Einnahmen des Anlegers inklusive des Arbeits- bzw. Humankapitals (inklusive Human- bzw. Jobrisiko) und des Pensionsvermögens[59], auch unter Einbeziehung von Familienangehörigen

2) Identifikation von geplanten und potentiellen ungeplanten Anschaffungen bzw. Ausgaben z.B. für Kinder und sonstige Angehörige, Urlaub, Gesundheit, Hausreparaturen

3) Bestimmung des aktuellen und des sinnvollen Altersversorgungs- und Versicherungsschutzes des Anlegers

4) Bestimmung der Anlagekenntnisse, der Investmenterfahrung und der Risikoneigung des Anlegers und Überprüfung besonders nach starken Veränderungen von finanziellen Situationen oder Kapitalmarktrückschlägen (psychologische bzw. Verhaltensaspekte). Künftig sollten diese Themen zumindest teilweise durch die sogenannte Geeignetheitsprüfung abgedeckt werde.

5) Beratung des Kunden in Bezug auf die präferierte Investmentphilosophie: Qualitativ, quantitativ-prognosebasiert oder regelbasiert-robust.

6) Beratung von Kunden in Bezug auf unterschiedliche Renditemodule (z.B. mit/ohne ESG), unterschiedliche Kombinationen mit Cash und eine Risikotool-Nutzung in Abstimmung mit den Bestandsanlagen des Kunden und ggf. Verkaufsempfehlungen für Bestandsanlagen

7) Unterstützung des Kunden bei der kosteneffizienten Implementierung der Kapitalanlage, z.B. Wahl der „Verpackung" (Versicherung, Fonds, ETF-VV etc.), einer neuen Depotbank und Gestaltung von über die Zeit gestreuten Anlageplänen bis hin zu Sparplänen

---

[58] S. dazu auch Abschnitt „Modularer Einsatz"
[59] s. z.B. Blanchet 2014, S. 52

8) Reporting und Monitoring der gesamten Kapitalanlagen des Anlegers inklusive des Versicherungsschutzes und geänderter Einnahmen/Ausgaben

9) Spezielle Altersversorgungsaspekte inklusive gesetzlicher und betrieblicher Versorgungen

10) Erbschaftsthemen

11) Sonstige steuerliche Themen

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

Zur systematischen Vorbereitung eines Gespräches mit einem Anlageberater können kostenpflichtige Software-Programme wie der Lexware FinanzManager[60] genutzt werden. Diese Tools enthalten nicht nur Haushaltsplaner und Kontenaggregationen, sondern verschaffen teilweise auch einen Überblick über Versicherungen bzw. beinhalten einfache Finanzplanungshilfen. Die ca. EUR 50-100 p.a., die solche Programme kosten, halten wir für eine gute Investition. Es gibt inzwischen auch einige auf den ersten Blick kostenlos erscheinende Online-Tools (s. Finanzblick von Buhl), die bei den Analysen und Planungen unterstützen.

Zur Risikoeinschätzung halten wir das unter www.behavioral-finance.de kostenlos bereitgestellte Risikoeinschätzungstool für besonders hilfreich[61]. Unseres Wissens werden die dort eingestellten Daten nur für wissenschaftliche Zwecke verwendet. Für die Beratungsvorbereitung können auch die Seiten www.finatra.de, www.dia-vorsorge.de, www.portfoliovisualizer.com und www.portfoliocharts.com hilfreich sein.[62]

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

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

---

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

[61] basierend auf Kaufmann/Weber/Haisley 2013

[62] Zur möglichen Nutzung dieser Tools s. www.diversifikator.com bzw. die dort aufgeführten FAQ unter „Tools"

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

1.18. Attraktive Honorarberatung

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

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

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

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

Mit dieser Servicepauschale vermeiden wir einige Fehlanreize: Der Berater hat – außer zusätzlicher Arbeit – anders als bei Ausgabeaufschlägen und vergleichbaren Anreizen - nichts davon, wenn er Kunden zu Transaktionen/Umschichtungen anregt. Der Berater hat auch keinen Anreiz, möglichst viele Beratungsstunden zu verkaufen. Der Berater könnte aber versuchen, den Umsatz mit möglichst wenig Beratungsaufwand zu machen. Das gilt aber auch für andere Provisionsmodelle.

Der Berater hat auch weiterhin Anreize, zu einem Anbieter zu wechseln, der mehr Provisionen zahlt als er mit unseren Empfehlungen verdienen kann.

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

1.19. Innovativer Datenschutz durch konsequenten Verzicht auf Anlegerdaten (No- bzw. Small Data Ansatz)

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

Oft ist es hilfreich, einige der oben genannten Themen mit Verwandten oder Freunden zu besprechen, gerade in Bezug auf die persönliche Lebensplanung. Die daraus abzuleitenden finanziellen und Versicherungsthemen kann aber am besten ein Profi beantworten. Dieser Profi muss dann Zugang zu den oben genannten Informationen bekommen. Berater sind sogar gesetzlich verpflichtet, etliche der Informationen in einem Beratungsprotokoll aufzunehmen, zu überprüfen und auch regelmäßig zu aktualisieren[63].

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

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

[63] s. BaFin 2015; dieses wird künftig durch eine sogenannte Geeignetheitsprüfung ersetzt

Informationen nur weiter, wenn der Interessent eingewilligt hat und diese Einwilligung kann jederzeit widerrufen werden.

Diesen Ansatz bezeichnen wir als No- bzw. Small Data-Ansatz im Gegensatz zum vorherrschenden datensammelorientierten Big-Data Ansatz.

Allerdings bedeutet der weitgehende Verzicht auf extern kommerziell nutzbare Kunden- bzw. Interessentendaten einen Nachteil für uns, weil wir Daten, die wir nicht haben, auch nicht finanziell verwerten können.

Wir sind ein eigentümergeführtes Unternehmen. Da unsere Gesellschafter nicht vorhaben, ihre Unternehmensanteile zum Beispiel bei einem Börsengang zu verkaufen, fällt uns der Verzicht auf solche kommerziell nutzbaren Kundendaten aber nicht schwer. Es ist daher aber umso wichtiger für uns, nicht durch sogenannte Trittbrettfahrer ausgenutzt zu werden.

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

Außer dem Weltmarktportfolio entwickeln wir weitere systematisch-prognosefreie Portfolios, insbesondere solche mit Fokus auf sozial und ökologisch gute Anlagen mit guter „Governance/Aufsicht“ („ESG“ für Environment, Social and Governance oder „SRI“ für Socially Responsible Investments oder „RI“ für Responsible Investments bzw. Verantwortungsvolles Investieren; diese Begriffe werden der Einfachheit halber hier als austauschbar angesehen). Zahlreiche Untersuchungen haben gezeigt, dass man als Anleger zumindest für Aktieninvestments dadurch weder auf Rendite verzichten noch zusätzliches Risiko in Kauf nehmen muss[64]. Wir erwarten daher, dass Investments nach solchen Kriterien künftig wichtiger werden. Für institutionelle Investoren wird bereits darüber diskutiert, ob sie nicht sogar eine Pflicht zur Berücksichtigung von ESG Kriterien haben[65].

Also spricht nichts dagegen und viel dafür, solche Portfolios umzusetzen. Allerdings finden sich noch nicht für alle von uns selektierten Anlagesegmente passende „ESG“ ETFs bzw. die angebotenen ETFs erfüllen nicht unsere strengen Selektionsanforderungen[66]. Unter passend verstehen wir eine Anwendung einheitlicher ESG-Regeln. So werden von Datenanbietern oft über 100 ESG-Kriterien pro Aktie erhoben. Die erhobenen Daten unterschieden sich von Anbieter zu Anbieter und auch die Aggregation der Daten ist unterschiedlich. So nutzen einige Datenanbieter

---

[64] siehe Söhnholz 2014b; Hale 2016
[65] vgl. UNEP 2015
[66] siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/

und auch Anleger Ausschlusskriterien, andere arbeiten dagegen nur nach dem Best-In Class Konzept.

In Deutschland wird nur eine überschaubare Anzahl steuereffizienter ESG-ETFs angeboten und das teilweise auch erst seit Kurzem. Mehrere davon basieren auf dem ESG-Ansatz von MSCI, einem der führenden internationalen Indexanbieter. Wir haben uns daher entschieden, ebenfalls diesem Ansatz zu folgen. Das führt dazu, dass wir zum Start nur von der UBS entwickelte ETFs nutzen. Mit der Ausnahme eines Unternehmensanleihe-ETFs handelt es sich dabei um Aktien-ETFs. Bei einer Allokation von 25% in Unternehmensanleihen und 75% in Aktien hat das ETF ESG-Portfolio auch andere Chancen und Risiken als das Weltmarktportfolio, insbesondere hat es damit eine höhere allgemeine Aktienmarktabhängigkeit[67].

Aufgrund von zusätzlich verfügbaren Unternehmensanleihe-ETFs konnte der Anteil zu Beginn 2108 auf 42% erhöht werden, so dass der Gesamtanleiheanteil damit eher den Weltmarktportfolios entspricht. Ab Anfang 2019 konnte als Ersatz für Staatsanleihen zusätzlich ein ESG-ETF mit Anleihen institutioneller Institutionen aufgenommen werden. Der Anteil an Unternehmensanleihen wurde entsprechend reduziert.

Staatsanleihen könnten individuell hinzugenommen werden. Dabei sollten die MSCI ESG-Regeln beachtet werden. US-Staatsanleihen dürften dann aufgrund der Ausübung der Todesstrafe in den USA wohl aber nicht im Portfolio vertreten sein.

Statt derzeit zinsmäßig meist wenig attraktiven Staatsanleihen kann der Cash-Anteil in der Allokation im Vergleich zum Weltmarktportfolio plus Cash erhöht werden. Dabei bietet sich die Nutzung von ESG-Cash an, also die Cash-Anlage bei Banken, die den Cash nach ESG Kriterien anlegen. Solche Angebote gibt es nicht nur von umweltorientierten Banken, sondern z.B., auch von der GLS bzw. der Sozialbank und konfessionell orientierten Banken.

Die Rückrechnung der Ergebnisse sieht attraktiv aus, wie man auf unserer Webpage sehen kann.

Seit 2017 werden zusätzliche - auf Basis von strengen ESG-Regeln selektierten Aktien gebildete - ESG-Portfolios und ESG-Indizes angeboten (siehe unten)

1.21. Institutionelle Ansprüche und Eignung auch für professionelle Anleger

Unsere Portfolios sind zwar für Privatanleger entwickelt worden, aber sie sollen auch institutionellen Ansprüchen genügen. Regelbasierte Anlagen mit offen gelegten Regeln sind für

[67] Ab Januar 2018 und wiederum Januar 2019 ist der Anleiheteil durch zusätzlich verfügbare ESG ETFs höher bzw. anders zusammengesetzt

institutionelle Investoren konzeptionell sogar besonders attraktiv, da sie durch ihre hohe Transparenz regulatorische und Compliance-Vorgaben besonders gut erfüllen können. Auch robuste Kapitalanlagen sind für institutionelle Anleger meist attraktiver als volatile Anlagen. Auch einige der von uns geplanten Tools sollten für institutionelle Anleger interessant sein.

Da unsere Portfolios auf neuesten wissenschaftlichen Erkenntnissen beruhen, wir Risiko in institutioneller Qualität messen [68], unterschiedlichen institutionellen Implementierungs-bedürfnissen flexibel nachkommen und bei Bedarf auch ein institutionelles Reporting liefern können, gibt es viele Gründe, warum unsere Portfolios auch für institutionelle Anleger interessant sein sollten. Mit 0,25% p.a. Gebühren – und das nur auf Renditeanlagen - unterbieten wir sogar viele andere institutionelle Angebote in den Kosten. Auch mit unserem speziellen Fokus auf „verantwortungsvolle" bzw. nachhaltige ESG-Portfolios sollten wir für institutionelle Kaitalanleger, für die diese Themen immer wichtiger werden, attraktiv sein. Es schadet sicher auch nicht, dass wir selbst und unsere Partner langjährige institutionelle Erfahrung haben. Daher halten wir unsere Portfolios z.B. auch für Stiftungen für interessant.

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

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

Besonders in den USA wächst der Sektor der sogenannten Smart-Beta ETFs[69] besonders stark. Wie der Name schon sagt, sollen solche Produkte intelligenter sein als normale ETFs. Die Überlegungen, die hinter den Produkten stehen, sind interessant. Der Hintergrund: „Beta" steht für Marktperformance, so wie „Alpha" als Begriff für die Fähigkeiten zur Outperformance von Märkten genutzt wird. Smart-Beta steht für regelbasierte (und meist auch Prognosefreiheit, daher sind Smart-Beta Strategien aus unserer Sicht konzeptionell attraktiv) Abweichungen von kapitalisierungsgewichteten Indexkonzepten. Konzepte, die auf teils wenig transparenten Index-Komitee-Entscheidungen beruhen, halten wir dabei für weniger attraktiv als Konzepte, die auf durchgängig nachvollziehbaren und dokumentierten Regeln beruhen.

Fast alle allgemein bekannten Aktienindizes nutzen Kapitalisierungsgewichtungen[70]. Anleihen werden in der Regel nach Gesamtwert der ausstehenden Anleihen, also vereinfacht gesagt nach

---

[68] s. Abschnitt zu Faktoranalysen
[69] Morningstar spricht von Strategic Beta
[70] Gewichtung = Kurs * Anzahl der relevanten Aktien

der Schuldenhöhe des Emittenten, gewichtet. Das heißt aber auch: Je höher die Kurse einer Aktie sind bzw. je mehr Schulden ein Staat oder ein Unternehmen aufgenommen hat, desto höher wird dieses Wertpapier im Index gewichtet. Anders ausgedrückt: Diese Indizes sind prozyklisch aufgesetzt.

Sehr viele Untersuchungen zeigen, dass fast jede andere Art von Gewichtung zu höheren Renditen von Anlagen führt als Kapitalgewichtungen. Viele Untersuchungen zeigen, dass besonders Gleichgewichtungen von Aktien in zahlreichen Perioden und Märkten bessere Renditen bringen als Kapitalisierungs- aber auch als viele andere Arten von Gewichtungen[71]. Die bessere Rendite von alternativen („smarten") Gewichtungen kann zum Teil auf anti-zyklische Effekte durch bei all diesen Ansätzen nötige Rebalanzierungen zurückgeführt werden. Solche nicht-kapitalisierungsgewichteten ETFs würden wir nutzen, wenn sie unseren weiteren ETF-Selektionskriterien wie z.B. niedrigen Kosten entsprechen würden. Im Mail 2016 konnten wir noch nicht genügend attraktive derartige ETFs finden, um damit ein attraktives Portfolio zu bilden..

Eine Weiterentwicklung von Smart-Beta Strategien arbeitet nicht nur mit anderen Gewichtungen sondern auch mit anderen Selektionskriterien als klassische Indizes, für die Größe (Kapitalisierung bzw. Schuldenstand etc.) im Vordergrund steht. So meinen einige Wissenschaftler[72] und Praktiker, dass sich manche Arten von Aktien preislich systematisch besser entwickeln als andere. Das widerspricht der Hypothese von Markteffizienz, denn in einem effizienten Markt sollte es vorhersehbare Outperformance nicht geben.

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

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

Wenn die folgende Annahme zutrifft „ein Faktor (z.B. Value) liefert aller Wahrscheinlichkeit nach auch dauerhaft Outperformance und die Definition des Faktors ist klar und nachvollziehbar", dann sollte man in Wertpapiere mit Abhängigkeit von diesem Faktor investieren, z.B. in dem man einen entsprechenden Value-ETF kauft. Schwieriger wird es, wenn ein zweiter angeblich attraktiver

---

[71] s. Söhnholz 2012b
[72] z.B. Fama/French 2013 mit ihren Faktormodellen

Faktor wie Qualität dazu kommt. Multi-Faktor-Portfolios kombinieren dann z.B. einen Value- und einen Quality-ETF. In dem Value-ETF können aber auch Aktien schlechter Qualität und in dem Quality-ETF können Aktien mit schlechtem Value enthalten sein. Die Kombination dieser beiden ETFs wird aller Wahrscheinlichkeit nach nennenswert andere Ergebnisse liefern, als eine gleichzeitige Anwendung von Qualitäts- und Valuekriterien auf ein Aktienuniversum. Multi-Faktor-Investing ist also von relativ vielen Annahmen abhängig.

Wichtiger als Faktorinvesting sind aus unserer Sicht systematische Faktoranalysen. Das heißt, der Anleger sollte möglichst weitgehend nachvollziehen können, von welchen wesentlichen Einflüssen (wie einzelnen Unternehmen, Branchen, Ländern, Währungen) bzw. Faktoren die Rendite bzw. das Risiko seines Portfolios in der Vergangenheit abhängig war. Bei Portfolios, die auf stabilen Regeln basieren, kann man annehmen, dass solche Faktorabhängigkeiten auch für die Zukunft erwartet werden können. Je größer die Anlagefreiheiten und je „aktiver" das Fondsmanagement ist, desto weniger relevant ist allerdings eine solche Analyse.

Für interessierte Partner haben wir aber inzwischen ein Smart-Beta ETF-Portfolio entwickelt, welches vor allem auf die Vorteile von anderen als Kapitalisierungsgewichtungen setzt. Außerdem wird Nicht-Kapitalgewichtung in den Aktienportfolios und im Equity Income ETF-Portfolio genutzt.

1.23. Faktoranalyse statt Faktorinvesting

Bisher haben wir wenig Mathematik bzw. Statistik genutzt. Das liegt daran, dass wir bisher keine Zeitreihen benötigt haben, da wir alle Portfolios rein konzeptionell entwickelt haben. Allerdings haben wir – aufgrund der teilweise sehr kurzen echten Track Records einiger verwendeter ETFs, vergangene Renditen verschiedener Portfolios simuliert. Es wurden jedoch außer Renditen in den analysierten Zeiträumen und Verlusten keine weiteren Daten dargestellt bzw. analysiert. Sowohl für Risikotools als auch für Risikoanalysen sind jedoch mathematische Verfahren nötig.

Die Analyse, von welchen Faktoren ein Portfolio abhängig ist, kann zum Beispiel auf der Webseite www.portfoliovisualizer.com getestet werden. Bevor man eine Faktoranalyse macht, müssen die zu untersuchenden Faktoren bestimmt werden[73]. Die Ergebnisse von Faktoranalysen können sich selbst bei identischen Faktoren wie Ländern bzw. Branchen von klassischen Zusammensetzungsanalysen unterscheiden. So haben die 30 DAX Unternehmen zwar ihren Hauptsitz in Deutschland, viele von diesen machen jedoch Geschäfte auch außerhalb von Deutschland. Es ist jedoch sehr schwierig, z.B. die US-Abhängigkeit aus Geschäftsberichten der Unternehmen abzuleiten. Mit Hilfe von statistischen Zusammenhängen von DAX-Entwicklungen

[73] s. z.B. Söhnholz 2012, S. 24/25

und US-Kennzahlen kann mit einer Faktoranalyse dagegen relativ einfach herausgefunden werden, wie stark die DAX Abhängigkeit von den USA in der betrachteten Periode war.

Eine gute Faktoranalyse ist trotzdem nicht einfach. Zunächst müssen mögliche Einflussfaktoren und die zu beobachteten Veränderungen (Rendite, Verluste, Volatilität etc.) identifiziert werden. Dann ist die Wahl der Analyseperiode wichtig: So kann man kurzfristige von mittel- und langfristigen Abhängigkeiten unterscheiden. Neben der Basis der Faktoranalyse (Einzeltitel- bzw. „Holdings"-basierte Analyse versus renditebasierte Analyse von Indizes bzw. Portfolios) ist auch die Art der vermuteten Zusammenhänge (z.B. linear versus nicht-linear) zu bestimmen. Dabei sollte Hypothesen- bzw. researchbasiert vorgegangen werden: Wenn man statistisch signifikante Aktienmarktabhängigkeiten von Niederschlagshäufigkeiten oder Mondphasen findet, kann man diese kaum rational erklären. Der Fokus der Analyse sollte daher bei bereits identifizierten Faktoren liegen, von denen es allerdings auch bereits sehr viele gibt[74]. Besonders wichtige Einflussfaktoren für Anlageportfolios sind meist Zins-, Währungs-, Länder- und Branchenentwicklungen. Es kann aber auch interessant sein, systematische Portfolio-Abhängigkeiten von anderen Faktoren zu bestimmen wie Marktkapitalisierung, Value/Growth, Kreditqualitäten etc.. Ziel ist es, Klumpenrisiken zu erkennen, also eine zu starke Abhängigkeit von einzelnen Faktoren. Da Faktorabhängigkeiten im Zeitverlauf oft nicht stabil sind, ist die adäquate Wahl des zu analysierenden Zeitraumes wichtig.

Wenn man zu hohe Konzentrationen auf bestimmten Faktoren identifiziert hat, kann man das Portfolio so diversifizieren, dass die Abhängigkeit zu diesen Faktoren sinkt. Da man die meisten Faktorabhängigkeiten nicht isoliert kaufen bzw. verkaufen kann, ist man an dieser Stelle von sogenannten heuristischen Methoden von Trial und Error Ansätzen abhängig.

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

Neben der Diversifikation über Anlageklassen bzw. Faktoren ist die Diversifikation über die Zeit ein wichtiger Ansatz zu Risikosenkung. Das Konzept des sogenannten Cost-Averaging (in Bezug auf die über die Zeit gestreute Einstandskurs-Durchschnittsbildung beim Wertpapierkauf) spricht dafür, das Zielinvestmentvolumen über mehrere Zeitpunkte bzw. Perioden (Tageszeiten, Tage, bzw. Wochen) gestreut zu investieren[75]. Bei regelmäßigen Sparmöglichkeiten sind Sparpläne hilfreich, die das regelmäßige Anlegen automatisieren.

Mindestens genauso wichtig zur Risikoreduktion im Portfolio, wie das Timing von Anlagen bzw. Käufen, ist das Timing von Wertpapier-Verkäufen (oder der Kauf von Absicherungen). Wir kennen allerdings keine Methode, die immer zuverlässig funktioniert. Zumindest partielle Kapitalgarantien

[74] s. z.B. Faktor-Zoo Beitrag von Hsu/Kalesnik 2014
[75] s. z.B. Malkiel/Ellis 2013, S. 128-131

kann man heute für sehr viele Portfolios mit Derivaten selbst entwickeln oder von Dritten (Banken) kaufen, aber Garantien sind oft sehr teuer, insbesondere unter Einbezug von Opportunitätskosten (entgangenen Gewinne).

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

Neben externen Absicherungs-, Derivate- und Stopp-Loss Absicherungen sind trendbasierte Risikosteuerungsansätze relativ weit verbreitet. Es gibt viele Indikatoren dafür, dass Märkte Trends folgen. Mit der Behavioral Finance Erklärungsansätzen [76] gibt es dafür auch rationale Begründungen. Wenn man einen Abschwung rechtzeitig erkennt, sollte man daher aus dem Markt aussteigen bzw. wenn man einen Aufschwung erkennt, einsteigen oder seine Allokation ausbauen. Es gibt viele Investmentprofis, die sich intensiv mit Trendfolge und Momentum und verwandten Begriffen beschäftigen und es gibt sehr viele unterschiedliche Ansätze.

Mittelfristig haben sich einige dieser sogenannten Trendfolgeansätze recht gut bewährt, um Verluste zu reduzieren, aber trotzdem nicht zu spät wieder in Märkte einzusteigen[77]. Allerdings sind die Anforderungen an gute Signalsysteme sehr hoch[78]. Wir selbst werden einen bzw. mehrere Ansätze testen, die unseren Prinzipien folgen: Einfach, robust und transparent. Viele Trendfolgeansätze zeichnen sich nämlich durch hohe Komplexität bzw. hohe Sensitivität in Bezug auf die Annahmen aus. Wenn man z.B. statt eines 30 Tage Durchschnittes einen mit 25 oder 35 Tagen verwendet, kommt man bei sonst gleichen Parametern auf teilweise sehr unterschiedliche

[76] siehe z.B. Weber et al. 2015
[77] s. z.B. Geczy/Samonov 2015, Lempérière et al. 2014 und Hurst/Ooi/Pedersen 2012
[78] siehe z.B. Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 111-116

Resultate. Wir werden aber nicht Dutzende von Parametern durchtesten, um dann den im sogenannten Backtest besten Parameter bzw. die beste Parameterkombination zu nutzen.

Als besonders gut hat es sich unserer Erfahrung nach erwiesen, Trends in mehreren Märkten- bzw. Marktsegmenten gleichzeitig zu messen (z.B. regional und/oder sektoral) und dann zu aggregieren, um Markteinstiegs- bzw. Marktausstiegssignale zu erhalten. Wichtig ist uns auch, dass nur wenige bzw. selten Signale generiert werden, um die Implementierungskosten für Ausstieg und Wiedereinstieg gering zu halten. Vereinfacht gesagt: Je effizienter (schneller, kostengünstiger) die Umsetzung von Signalen erfolgen kann, desto mehr Signale können berücksichtigt werden. Im Idealfall ist es egal, ob die Signale sofort oder erst im Laufe z.B. der dem Signal folgenden Woche umgesetzt werden. Das ist besonders für Fonds- bzw. ETF Portfolios wichtig, da einzelne Anleger Signale in der Regel nicht so schnell in ihren Depots umsetzen können wie professionelle Portfoliomanager. Aufgrund dieser Nachteile bieten wir Trendfolge- bzw. Risikosteuerungssignale nur als Zusatzmodul für interessierte Anleger an und nicht als festen Bestandteil unserer Basisportfolios.

Da die Implementierungskosten und die Geschwindigkeit eine wichtige Rolle spielen, suchen wir nach einem Modell, bei dem auf Signalbasis einige – aber nicht alle – ETFs (anteilig) verkauft werden und durch „Cash" ersetzt werden. Das führt dazu, dass sich die Allokation im Renditeportfolio entsprechend ändert. Bei positiven Signalen würden diese ETFs wiedergekauft und die Basisallokation wiederhergestellt werden. [79]

Ab 2017 wird mit dem Weltmarktportfolio Basis Trend ein solches Konzept umgesetzt.

1.25. Sehr geringe Kosten im Vergleich zu traditionellen Angeboten und Zahlungsabwicklung

Für eine gute Rendite sind niedrige Kosten wichtig[80]. Die Kosten für unsere Services sind mit 0,25% p.a. bzw. mit den empfohlenen 1% p.a. inklusive Beratung bzw. Verwaltung sehr günstig. Außerdem fallen unsere Kosten nur für die „Renditeportfolios" an, nicht für die Geldanlage in „Cash".

Selbst wenn durchschnittliche Anleger ihr ganzes typisches Wertpapierdepot von ca. EUR 10.000 nach unseren Musterportfolios anlegen würden, würden sie bei 1% p.a. inklusive Beratung bzw. Verwaltung nur EUR 100 pro Jahr zahlen. Dafür bekommt man normalerweise nicht einmal eine

[79] Die hier skizzierten Risikosignaltests wurden im August/September 2016 durchgeführt und dokumentiert und die Dokumentation wird auf www.diversifikator.com zur Verfügung gestellt.
[80] s. z.B. Faber 2015, S. 104

einzige Beraterstunde. Berater wollen verständlicherweise nur Kunden betreuen, von denen sie für ihre Beratungsleistung adäquat honoriert werden.

Für Interessenten mit geringen Anlagebeträgen, die keinen Berater finden, der sie beraten möchte, gibt es zwei Möglichkeiten: Sie können sich an Verbraucherzentralen wenden, von denen einige eine günstigere Beratung anbieten. Berater in Verbraucherzentralen haben jedoch nicht unbedingt eine umfassende Finanzbildung bzw. Anlageerfahrung. Anleger, vor allem solche mit geringen Anlagesummen, die keine guten Berater finden, können unsere Portfolios grundsätzlich auch ohne Beratung bzw. Verwaltung in ihren Portfolios nachbilden, allerdings fallen auch dann die 1% p.a. an. Auf die Umsetzung gehen wir weiter unten ein.

Wir verpflichten Berater bzw. Verwalter nicht dazu, genau 1% p.a. für Ihre Beratung zu nehmen, denn Berater sind einerseits frei in ihrer Preisgestaltung und können andererseits ganz unterschiedliche Leistungen erbringen. Unsere Preisempfehlung sieht eine Service- bzw. Beratungsgebühr von 1% netto pro Jahr auf das Depotvolumen vor. Davon gehen 0,25% p.a. für die Musterportfolioentwicklung und -pflege sowie die Internetunterstützung an uns und 0,75% p.a. an den Berater bzw. Verwalter. Wir erhalten typischerweise 0,25% p.a. und eine höhere Gebühr normalerweise nur, wenn der Berater bzw. seine Organisation (z.B. Bank), der er angeschlossen ist, verlangt, dass wir unter einem sogenannten Haftungsdach arbeiten. Die 0,75% p.a. entspricht in etwa der Marge, die ein Berater erhält, wenn er Fonds vertreibt und Provisionen der Produktanbieter dafür bekommt.

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

Dafür fällt bei einem direkten ETF-Portfolio kein Ausgabeaufschlag an, der auch bei offenen Investmentfonds bis zu 6% einmalig betragen kann und meist dem Fondsvertrieb zu Gute kommen).

Der direkte Vergleich stellt sich aus Sicht des ETF-Portfolioanlegers zum direkten (Dach-) Fondsanleger wie folgt dar: Geringere Kosten für das „Management" von Fonds[81], vergleichbare laufende Beratungskosten (Innenprovisionen von Fonds für den Vertrieb liegen meist bei 0,5% - 0,75% pro Jahr; dem entspricht unsere empfohlene Beratungsgebühr), keine erfolgsabhängige Gebühren (die bei Fonds höher sein können als die Managementgebühren) und unterschiedliche Handelskosten (die innerhalb von Fonds bei aktiven Fonds recht hoch sein können[82]). Bei

[81] bei aktienorientierten Fonds liegen diese typischerweise bei 0,5% bis 1% p.a. im Vergleich zu unseren Servicegebühren von 0,25% p.a.
[82] s. Petersmann-Institut in Heuser 2015, S. 226

Fondsinvestments fallen diese Gebühren auch auf den renditefreien bzw. renditearmen "Cash"-Teil des Portfolios an. Dafür verlangen wir aber keine Gebühren, zumindest solange dieser Cash-Bestandteil außerhalb der Depots gehalten wird. Da das Depotvolumen in der Regel die Gebührenbasis bildet und in Depots kaum/keine Zinsen für Cash gezahlt wird, regen wir an, dass Anleger ihr Cash überwiegend außerhalb von Depots anlegen.

Insgesamt ist unser Angebot nach unseren Kalkulationen inklusive Beratung daher ca. 1-2% p.a. günstiger als vergleichbare traditionelle Angebote[83]. Das ist sehr viel, wenn man bedenkt, wie niedrig die Zinsen derzeit sind. Ohne die Berücksichtigung unserer Nicht-Gebühren auf Cash und unter Vernachlässigung von Kosten, die die Nutzung steuer-ineffizienter ETFs anderer Anbieter verursachen kann, ist unser Angebot nach unseren Schätzungen allerdings bis zu 0,5% p.a. teurer als manche beratungsfreien Online Angebote (Robo-Advisor Angebote).

Wie vielfach klargestellt, halten wir Beratung für sehr wichtig. Unsere Preispolitik ist daher so gestaltet, dass Selbstentscheider unsere Leistungen zwar gerne nutzen können, aber genauso viel zahlen sollen wie beratene Anleger. Die technische Abwicklung stellt sich dabei unterschiedlich dar. So gibt es mehrere Fälle:

a) Der Anleger hat einen Berater bzw. Vermögensverwalter. Die Bezahlung unserer Services erfolgt typischerweise über den Berater/Verwalter, sofern dieser einen Vertrag mit uns hat. Andernfalls muss der Anleger uns mindestens 0,25% p.a. plus Umsatzsteuer überweisen.
b) Der Anleger findet keinen guten Berater/Verwalter oder ist grundsätzlich ein sogenannter Selbstentscheider. In diesem Fall sind die 1% p.a. plus Umsatzsteuer für die Musterportfolionutzung direkt an uns zu überweisen.

1.26. Umsetzung im individuellen Depot

Technisch sollte ein separates (Unter-)Depot eröffnet werden, um unsere Musterportfolios zu implementieren. Dafür fallen für Privatanleger normalerweise keine oder nur sehr geringe Kosten an, da die Depotbetreiber typischerweise an den Transaktionskosten verdienen. Anders als beim Kauf von Dachfonds fallen die Kosten für den Kauf und Verkauf von ETFs und Aktien direkt im Depot des Privatkunden an und sind von der jeweiligen Depotbank abhängig. Es ist daher ratsam, eine Depotbank auszuwählen, die besonders günstige ETF- bzw. Aktien- Order- und Handelskosten hat. Dabei ist auch auf die sogenannten Handels-Spreads beim Kauf/Verkauf von ETFs und Aktien zu achten. Einen aktuellen Überblick über Depotgebühren findet man an vielen Stellen im Internet. z.B. bei Finanztest oder auch www.finanztip.de.

[83] s. dazu auch die Kostenanalyse auf www.diversifikator.com

Da sich Konditionen relativ schnell ändern können und auch nur ein Element der Depotbankwahl sind, verzichten wir auf eigene Überblicksseiten. Ein weiteres wichtiges Element bei einer Depotbankwahl ist zum Beispiel die Breite und Tiefe der ETF- und Aktienangebotspalette.

Depots werden normalerweise im Namen und für Rechnung des jeweiligen Anlegers geführt. Der Anleger entscheidet selbst darüber, was er in seinem Depot anlegt. So kann der Anleger die Depotbank jederzeit anweisen, von den Modellportfolios abzuweichen. Jede Abweichung vom Musterportfolio kann allerdings dazu führen, dass Rebalanzierungs- bzw. Risikosignale von der Depotbank nicht mehr automatisiert umgesetzt werden können (betrifft nur verwaltete Portfolios) und es zu einem erhöhten Aufwand bei Berater und/oder Anleger und/oder Depotbank kommt, was mit zusätzlichen Kosten verbunden sein kann.

Der Berater bzw. der Anleger selbst kann seiner Bank mitteilen, dass z.B. unser Weltmarktportfolio implementiert werden soll. Alle nötigen Portfolio-Informationen kann der Berater unserer Internetseite entnehmen bzw. bekommt der Berater von uns. Um unsere und die Beraterbezahlung einfach zu berechnen, muss allerdings in der Regel ein zusätzliches (Unter-) Depot eingerichtet werden, in dem nur das Weltmarktportfolio bzw. andere unserer Portfolios umgesetzt wird.

Von Direktanlegern ohne Berater/Verwalter können die Zahlungen grundsätzlich auch ohne formal unterschriebenen Vertrag mit uns (außer den AGB, die immer vom Anleger, der unsere Webseite und unsere Portfolios nutzen möchte, akzeptiert werden müssen) direkt an uns erfolgen.

Unsere Gebühren berechnen sich dabei in der Regel (Abweichungen bei einzelnen Depotbanken sind möglich) auf Monatsenddaten oder Monatsdurchschnitten: Bei einem Monatsstart mit 100 und einem Monatsendwert von 110 fallen demnach Gebühren für ein Volumen von 105 oder 110 an. Dabei ist bei der ETF-Portfolio-Anlage die Umsatzsteuer von aktuell 19% zu berücksichtigen. 0,25% p.a. sind unsere Standardvergütung. Nur wenn unsere Geschäftspartner von uns verlangen, dass wir höhere Regulierungsanforderungen erfüllen, als sie aus unserer Sicht nötig sind, verlangen wir z.B. 0,35% p.a.. In diesem Fall erbringen wir unsere Services unter einem sogenannten Haftungsdach. Nur die Überweisung unserer Gebühren sollte auf das Firmenkonto der Diversifikator GmbH erfolgen. Geld, das angelegt werden soll, darf aber in Keinem Fall an Diversifikator überwiesen werden.

Auch von Selbstentscheidern verlangen wir 1% p.a. plus Mehrwertsteuer für unsere Portfolios. Das haben wir so geregelt, weil es keine Anreize geben soll, Berater zu umgehen, weil wir Berater für sehr wichtig halten. Andererseits wollen wir auch nicht darauf bestehen, dass Anleger einen Berater nutzen müssen. Das heißt, Anleger können unsere Portfolios für 1% p.a. plus Mehrwertsteuer auch ohne Beratung nachbilden. Gerade bei kleinen Anlagesummen ist es manchmal schwierig, einen Berater zu finden, der für 1% pro Jahr arbeiten will. Selbst bei den in Deutschland durchschnittlich üblichen zehn- bis fünfzehntausend Euro Wertpapier-Anlagevolumen sind 1% nur 100 bis 150 EUR und entsprechen damit den Mindestkosten für eine einzige Beraterstunde. Wenn man die hohen Anforderungen an gute Beratung bzw. Berater

betrachtet, ist es nicht verwunderlich, wenn man für – aus Beratersicht - relativ geringe Anlagesummen oft keine interessierten Berater findet. Wir selbst verlangen keine Mindestanlagesumme. Es kann aber sein, dass außer Beratern auch Depotbanken Mindestanlagesummen bzw. Mindestgebühren verlangen.

Depots selbst werden heute oft kostenlos geführt. Depotbanken müssen aber auch verdienen. Das geschieht in der Regel über Transaktionsgebühren. Der Berater bzw. der Anleger sollten unbedingt prüfen, wie stark der Einfluss der Transaktionskosten ist. Bei einem einmaligen Anlagebetrag von EUR 10.000, der auf 5 ETFs verteilt wird, werden 2.000 Euro pro ETF angelegt. Kauf- und Verkaufskosten von nur je 5 Euro führen zu Kosten von 10 Euro („Roundtrip", also Kauf und Verkauf) pro ETF, also bereits 0,5%.

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

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

Für das Weltmarktportfolio haben wir aus allen über tausend in Deutschland börsennotierten und steuereffizienten ETFs die nach unserer Ansicht passendsten frei ausgewählt. Das Resultat ist ein Startportfolio von 19 ETFs von 10 unterschiedlichen Anbietern. Bei der Umsetzung dieses Idealportfolios stoßen Berater bzw. Anleger jedoch an einige Grenzen. So gibt es eine Reihe von Depotbanken, die nur die Verwendung weniger ETF Anbieter und auch nicht aller ETFs des jeweiligen Anbieters ermöglichen. Hinzu kommt, dass die Umsetzung eines Portfolios von 19 ETFs, insbesondere wenn Sparraten hinzukommen bzw. Rebalanzierungen durchgeführt werden, teuer werden kann.

Wir möchten Anleger aber nicht zum Wechsel einer Depotbank zwingen bzw. die Anleger sollten nicht unbedingt ein zusätzliches Depot bei einer anderen Bank eröffnen müssen. Daher haben wir zunächst ein einfach und kostengünstig umsetzbares Portfolio von zunächst nur 7 ETFs von aber immer noch 5 Anbietern entwickelt. Ab Ende 2018 haben wir die Regeln so geändert, dass in den „kleinen" ETF-Portfolios (also solchen, die nicht „Basis" heißen bzw. die unter 10 ETFs enthalten) Anlagesegmente bzw. ETFs nur noch aufgenommen werden sollen, wenn sie einen Anteil von mindestens 7,5% am Portfolio haben. Somit sind ab Anfang 2019 Small Caps und Rohstoffe nicht mehr in diesen Portfolios vertreten.

Die durchschnittlichen Kosten der ETFs eines konzentrierten Portfolios wie dem Weltmarktportfolio „S" können etwas über denen von stärker diversifizierten Idealportfolios wie

dem Weltmarktportfolio Basis liegen. Wenn ein ETF-Anbieter bereit ist, die Gesamtkosten für den Kunden zu reduzieren, indem er zum Beispiel eine besonders attraktive Abwicklung von Käufen/Verkäufen unterstützt (z.B. durch Zuschüsse zu den Transaktionskosten und/oder besonders niedrige Spreads), dann können auch anbieterkonzentrierte Portfolios für Kunden attraktiv sein.

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

Als Ideal- bzw. Basisportfolio wird das von vom „echten" Weltmarktportfolio abgeleitete ETF-Weltmarktportfolio mit seinen derzeit 19 ETFs bezeichnet. Einmal im Jahr zu Jahresende überprüfen wir, ob es Änderungsnotwendigkeiten gibt, z.B. weil die Wertentwicklungen der Angelassen im abgelaufenen Jahr sehr unterschiedlich war oder weil es neue gute Untersuchungen gibt, die eine bessere Bestimmung des Weltmarktportfolios erlauben oder weil es besser geeignete ETFs gibt als die, die wir bisher aufgenommen haben. Unterjährig werden normalerweise keine Portfolioänderungen von uns vorgenommen.

Anlagen von Einmalbeträgen können sich entweder an den Musterportfolios von unserer Internetseite orientieren oder es wird entschieden, mit der aktuellen Allokation des Weltmarktportfolios zu starten, die durch die unterjährige Wertveränderung der ETFs beeinflusst ist. Durch die laufende Wertentwicklung entwickelt sich das ETF Portfolio idealerweise genauso, wie das echte Weltmarktportfolio. Nach dem Erstinvestment sind daher normalerweise keine Portfolioänderungen mehr nötig, es sei denn, wir passen das Idealportfolio an und diese Änderung soll vom Anleger umgesetzt werden.

Für Sparpläne kann als Orientierung das hier aufgeführte Weltmarktportfolio „7"[84] herangezogen werden. Die aktuelle Allokation zu den einzelnen ETFs ist abhängig von der Wertentwicklung. Wenn Immobilienaktien z.B. überproportional im Wert steigen, steigt im aktuellen Portfolio der Immobilienaktienanteil gegenüber dem „starren" Weltmarktportfolio. Eine zusätzliche Sparrate sollte komplett in den ETF angelegt werden, der die größte negative Abweichung von der Zielallokation hat. Dabei handelt es sich um ein antizyklisches Anlegen, welches sich in der Vergangenheit in anderen Fällen oft bewährt hat. Auch hier kann der Bezugspunkt anders gewählt werden und die Unterallokation in Bezug zum aktuellen unterjährigen Musterportfolio gewählt werden.

[84] Ab 2017 Weltmarktportfolio S genannt

Je nachdem, wie und wo (Depotbank) die Anlage umgesetzt wird, können die individuellen Anlagen vom Idealportfolio bzw. dem aktuellen Musterportfolio abweichen.[85]

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

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

Als Verpackungen bieten sich derzeit vor allem offene Investmentfonds (technisch sind das dann sogenannte Dachfonds) und ETF-gebundene Versicherungspolicen an. Nach der Umsetzung des geplanten Investmentsteuerreformgesetzes können auch Zertifikate bzw. strukturierte Produkte steuerlich an Attraktivität gewinnen. Für institutionelle Anleger haben zudem Schuldscheinverpackungen potentielle Vorteile.

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

Eine ETF-gebundene Versicherungspolice hat zudem immer noch einige (Steuer-)Vorteile gegenüber einer ETF-Direktanlage bzw. einem Fonds, wenn der Sparerfreibetrag ausgeschöpft ist oder eine laufende Zahlung nach Vertragsende gewünscht ist.

1.29. Informationsgleichheit von Kunden, Beratern und Portfoliomanagern und "Test it Yourself"-Ansatz

[85] Inzwischen haben wir weitere Portfolios entwickelt, die wir Partnern auf Anfrage gerne zur Verfügung stellen, z.B. Portfolios auf Basis nur von von iShares bzw. Vanguard-Produkten und Portfolios ohne synthetische ETFs.

Mit unserer hohen Transparenz wollen wir erreichen, dass Endkunden und Berater möglichst alle unsere Überlegungen und Schritte nachvollziehen können. Eine reine Do-It-Yourself Geldanlage ohne gute Berater ist aber schwierig, denn es sind viele teilweise komplexe Fragen zu beantworten und es gibt nicht immer standardisierte oder einfache Antworten dazu[86]. Im Endausbau unserer Services sollen Endkunden und Berater in die Lage versetzt werden, alle Schritte, die für die Zusammensetzung unserer Musterportfolios erfolgen, möglichst weitgehend nachzuvollziehen. Dabei möchten wir es Endkunden und Beratern ermöglichen, auch unsere Simulationen bzw. Rückrechnungen nachzuvollziehen bzw. eigene solche Analysen durchzuführen. Damit unterstützen wir das durchaus typische „Research Online, Purchase Offline" (RePo) Verhalten von Anlegern.

Wir verwenden daher vorzugsweise öffentlich kostenfrei zugängliche Tools und Daten zur Erstellung unserer Musterportfolios, die von Endkunden und Berater ebenfalls genutzt werden können. In einigen Fällen genügen diese unseren Ansprüchen aber nicht. Wenn wir kostenpflichtige Daten und Tools verwenden, benennen wir diese.

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

Damit gehen wir weit über das hinaus, was klassische Portfolio- bzw. Assetmanager bieten. Oft ist es so, dass selbst innerhalb von Assetmanagement-Organisationen Geheimnisse um die Investment- bzw. Anlagemodelle der Portfoliomanager gemacht werden. Durch ansteigende interne Kontrollansprüche sollte es nicht mehr dazu kommen, dass interne Anlagemodelle grobe Fehler enthalten. Allerdings wird oft den wenigsten Kollegen der Portfoliomanager klar sein, wie sensibel einzelne Modelle auf kleine Modell- oder Datenänderungen reagieren können. Durch komplette Transparenz können Modelle und Datenqualitäten von allen interessierten Personen hinterfragt werden.

Man kann auch selbst testen, wie prognoseabhängig standardisierte Allokationsverfahren sind. Die folgende einfache Anwendung basiert auf dem Tool von Auer[87]. Das Vorgehen:

1. Man gibt seine besten aktuellen Prognosen für Renditen, Volatilitäten und Korrelationen für Aktien, Anleihen, Rohstoffe etc. ein. Auf dieser Basis erhält man eine „optimale" Asset-Allokation.

---

[86] siehe z.B. Abschnitt zur Rolle von Beratern
[87] siehe Auer 2015a und www.diversifikator.com, alternativ www.portfoliovisualizer.com

2. Man variiert einzelne Prognosen, die man eingegeben hat, und kreiert damit ein anderes mehr oder weniger wahrscheinliches Szenario. So stellt man fest, dass schon aus kleinen Inputänderungen große Allokationsänderungen abgeleitet werden.

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

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

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

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

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

Dieses Risiko besteht natürlich, aber wir vertrauen auf die Ehrlichkeit der Anleger. Außerdem sind unsere Portfolios sehr speziell[88]. Unseres Wissens sind wir zumindest derzeit die einzigen Entwickler von reinen ETF ESG Portfolios. Wir sind auch wohl die einzigen Entwickler einer diversifizierten standardisierten ETF-Vermögensallokation auf Basis eines Weltmarktportfolios inklusive ca. 30% Infrastruktur-, Immobilien-, Rohstoff- und Private Equity-ETFs. Trittbrettfahrer

[88] in der Fachsprache: Wir haben Unique Selling Propositions oder USPs

können von Depotbanken bzw. Beratern relativ schnell an ESG-, Infrastruktur- und Private Equity ETFs in ihren Portfolios erkannt werden.

Auch professionelle Vermögensverwalter bzw. Portfoliomanager könnten unsere Portfolios nachbauen. Das wäre zunächst erst einmal eine Anerkennung der Qualität unserer Portfolios. Aber unsere Konditionen sind so günstig, dass Nachahmer mit nachgemachten Portfolios nicht sehr viel verdienen würden.

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

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

1.31. Entwicklung von Portfolios von Einzeltiteln

Indexfonds haben den Nachteil, dass sie typischerweise zu breit gestreut sind[89]. Dax und Dow Jones Indexfonds mit ihren 30 Titeln sind Ausnahmen.

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

1. Klassische kapitalgewichtete Indexfonds mit Fokus auf einzelne Anlageklassen, überwiegend als börsennotierte ETFs ausgestaltet
2. Regelbasierte und prognosefreie Angebote wie sogenannte Smart-Beta ETFs mit Fokus auf einzelne Anlageklassen
3. Quantitativ-prognosebasierte Fonds
4. Diskretionär gemanagte Fonds

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

In den Kategorien 1, 3 und 4 gibt es aus unserer Sicht bereits genügend Produkte zur Auswahl. Unsere standardisierten ETF-Vermögensallokationen sind systematisch-prognosefreie Multi-Asset Lösungen, gehören also am ehesten in Kategorie 2. Unsere Kritik an den vorherrschenden kapitalgewichteten Smart-Beta Lösungen haben wir oben aufgeführt. Wir sehen aktuell jedoch eine Angebotslücke bei konzentrierten systematisch-prognosefreien Anlageklassen-spezifischen Lösungen, speziell bei solchen mit ESG-Fokus. Deshalb arbeiten wir derzeit an der Entwicklung konzentrierter Aktienportfolios, die unseren Anforderungen in Bezug auf unser RETRO- (**R**egelbasiert. **E**videnzbasiert. **T**ransparent. **R**obust, **O**ptimierungsfrei) Prinzip genügen. Diese Portfolios werden zwar in sich relativ wenig diversifiziert sein, tragen aber zur Diversifikation vor allem von verantwortungsvollen Portfolios bei.

1.32. Selbst-Beschränkung des Anlage-Universums auf Fonds und liquide Aktien und Anleihen

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

Einige Untersuchungen zeigen, dass solche Fonds durchaus auch Vorteile gegenüber älteren und liquideren Produkten haben können. Argumente für festgestellte Renditevorteile jüngerer und kleinere Fonds sind zum Beispiel der erhebliche Einfluss institutioneller Investoren auf große und liquide ETFs mit zumindest kurzfristig möglicherweise negativen Effekten. Außerdem können neue Fonds bzw. ETFs neue interessante Investmentideen grundsätzlich schnell und oft kostengünstig umsetzen. Auch die Aufnahme von Derivaten (v.a. Futures und Optionen) und Zertifikaten schließen wir nicht völlig aus. So können Derivate vor allem im Risikomanagement z.B. für Währungsabsicherungen zum Einsatz kommen. Außerdem können bestimmte Marktsegmente z.B. bei Rohstoffen nur mit Derivaten in Portfolios umgesetzt werden oder Derivate ermöglichen steuereffizientere Umsetzungen als direkte Investitionen und können sich so für den Anleger rentieren. Allerdings ist der Derivateeinsatz in standardisierten Vermögensverwaltungen technisch schwierig umsetzbar. Zertifikate haben Emittentenrisiken und sind nicht immer sehr transparent und werden daher, ebenso wie Derivate, bis auf weiteres nicht in unsere Musterportfolios aufgenommen.

1.33. Reporting und Monitoring von Musterportfolios

Ein Reporting auf der Ebene einzelner Kundendepots bieten wir nicht an, da wir die nötigen Depot-Informationen dafür nicht haben. Individuelles Reporting bekommen Anleger von ihrer Depotbank. Die Depots unterscheiden sich bei Einmalzahlungen vor allem nach Erstinvestment- und Rebalanzierungszeitpunkten sowie unterschiedlichen Depotbankgebühren untereinander und vom Musterportfolio.

Bei Sparplänen auf ETF-Portfolios werden individuelle Umsetzungen vorherrschen: Je nach Höhe der Raten und aktueller Zusammensetzung des Depots sollten die einzelnen Raten normalerweise nur in einen einzigen ETF investiert werden, um die Transaktionskosten gering zu halten. Dabei ist vor allem auch auf niedrige Umsetzungskosten zu achten. So ist es grundsätzlich sinnvoll, Sparraten bzw. Zusatzinvestments vor allem in den ETF zu tätigen, welcher die höchste negative Allokations-Abweichung vom Musterportfolio-Regel-Anteil hat (denn im Laufe der Zeit ändern sich Musterportfolio-Anteile durch Wertveränderungen der Musterportfolio-Bestandteile). Dieses Vorgehen sollte sich durch den antizyklischen Effekt positiv auf das Gesamtportfolio auswirken können. Allerdings führt das dazu, dass die Abweichung besonders von Sparplan-Individualportfolios vom Musterportfolio erheblich sein kann.

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

1.34. Wissenschaftliche Basis

Wir versuchen, wissenschaftliche Forschungen, aber auch Research aus der Praxis zu verfolgen und – sofern sinnvoll – zu berücksichtigen. Unsere Portfolios sind aber nicht direkt aus einer allgemein anerkannten wissenschaftlichen Theorie oder einem allgemein anerkannten Modell ableitbar. Theorien und Modelle basieren auf Annahmen bzw. Hypothesen. Annahmen sind aus unserer Sicht aber nicht beweisbar, sondern allenfalls falsifizierbar. So kann man annehmen, alle Schwäne seien weiß. Man kann das aber nicht beweisen, denn es könnte ja einen nicht-weißen Schwan geben, den man nur noch nicht gefunden hat. Sobald ein solcher nicht-weißer Schwan auftaucht, ist die Annahme „alle Schwäne sind weiß“ falsifiziert. Wir versuchen daher vor allem auch das zu berücksichtigen, was sich bisher als falsch herausgestellt hat. So nehmen wir nicht an, dass Staatsanleihen immer sicher sind oder Aktien immer höhere Renditen und Risiken mit sich bringen als Anleihen. Wir versuchen, unsere Annahmen deutlich zu machen und damit kritisierbar zu sein, um letztendlich eine Verbesserung unserer Portfolios zu erreichen.

Wissenschaftlich sehen wir uns am ehesten den Behavioral-Finance Ansätzen verbunden[90].

---

[90] siehe z.B. Weber et al. 2015

1.35. Risiken und Interessenkonflikte

In Verkaufsprospekten von Fonds findet man sehr viele Risikohinweise, die – zumindest soweit sie für offene Publikumsfonds gemacht werden - zum Teil auch für unsere Musterportfolios gelten. Da steht dann unter anderem sinngemäß: Wenn Aktienmärkte verlieren, können auch Aktienfonds verlieren. Ein paar von den spezifischen Risikohinweisen können aber hilfreicher sein. Wir haben z.B. einen möglichen Interessenkonflikt in Bezug auf Fonds der Veritas Investment GmbH, weil Dirk Söhnholz mit einem kleinen Anteil an der Holding der Veritas Investment GmbH, seinem ehemaligen Arbeitgeber, beteiligt ist[91]. Um Konflikte zu vermeiden, werden wir keine Fonds der Veritas Investment GmbH in unsere Musterportfolios aufnehmen. Dirk Söhnholz hat zudem seit Ende 2015 privates Vermögen in Depots, die den von uns entwickelten Musterportfolios folgen, angelegt. Daraus resultieren aber unseres Erachtens keine Interessenkonflikte.

1.36. Selbstkritik und kontinuierlicher Verbesserungsprozess

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

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

Vergangenheitsdatenabhängig: Wir gehen bei der Bestimmung möglicher Verluste bisher überwiegend von den in der Vergangenheit beobachteten Verlusten aus. Es ist aber nicht auszuschließen, dass in der Zukunft höhere Verluste auftreten als in der Vergangenheit. Kapitalisierungsgewichtete Indizes als Basis der meisten ETFs in den Musterportfolios: Vereinfacht gesagt sind bei diesen Indizes die „teuren“ (in Bezug auf Kurs * Volumen ausstehender Aktien, nicht bezogen auf die „Bewertung“ des Kurses) Titel besonders hoch gewichtet bzw. bei Anleihen die Staaten/Unternehmen mit den höchsten Schulden besonders hoch gewichtet. Hinzu kommt, dass manchmal einzelne Branchen oder sogar einzelne Wertpapiere relativ hohe Anteile an Indizes haben können, wie japanische Aktien, Internet-Aktien, Finanzdienstleister oder Technologieaktien zu ihren jeweiligen Boomzeiten.

---

[91] bis Anfang 2019

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

Fehlender Track Record der Musterportfolios bzw. einiger der genutzten ETFs: Unsere Portfolios haben einige der Vorteile vieler ETFs: Sie sind kostengünstig und sehr transparent auch in Bezug auf die Regeln, die stabil bzw. robust sind. Wir wollen außerdem Tools zur Verfügung stellen, damit Berater und Anleger unsere Regeln überprüfen können. So können die Portfolios selbst nachgerechnet werden. Ein echter Track Record ist für unsere Portfolios daher nicht so wichtig wie für „aktiv" gemanagte diskretionäre bzw. intransparente Fonds[92].

Kontinuierlicher Verbesserungsprozess: Wir sind nicht allwissend und auch nur Menschen bzw. „kochen auch nur mit Wasser" und machen auch Fehler. Außerdem können wir nicht immer alle wissenschaftlichen Fortschritte oder guten Ideen aus der Praxis sofort kennen. Aber wir wollen uns kontinuierlich verbessern. Das kann dazu führen, dass wir voraussichtlich nur einmal pro Jahr Änderungen an unseren Musterportfolios vornehmen, nachdem wir Änderungsideen möglichst ausgiebig analysiert und getestet haben und sicher sind, dass sie robust und günstig umsetzbar sind.

1.37. Drei Startportfolios, Zusammenfassung und Abgrenzung zu anderen Ansätzen

Aus den bisher gemachten Überlegungen ergeben sich Ende 2015 drei Start- Weltmarktportfolios (WMP) der Diversifikator GmbH:

- Weltmarktportfolio Basis mit 19 ETFs von 10 Anbietern und 30% „alternativen" Aktien-ETFs zum Start
- Weltmarktportfolio 7 mit 7 ETFs von 5 Anbietern und ebenfalls 30% „alternativen" Aktien-ETFs zum Start, ab 2017 umbenannt in Weltmarktportfolio S

[92] Interessant ist Dahm/Sorhage 2015 zu den „Diseconomies" of Life von Publikumsfonds

- ESG ETF-Portfolio (ESG steht für Environment, Social, Governance) mit 5 ETFs eines Anbieters[93].

Auf der Internetseite von Diversifikator (www.diversifikator.com) werden unter „Portfolioklassifikation" zusätzlich z.B. die Risikoklassen „50/50" Portfolios dargestellt, welches aus 50% des jeweiligen Portfolios und 50% zinslosem Cash berechnet wird (Zusatz 50 bzw. 100 steht für je 50% Portfolio/Cash bzw. 100% Portfolio/0% Cash). Diese Portfolios sind auch geeignete Benchmarks für defensive Misch-, Multi-Asset bzw. vermögensverwaltende Portfolios. Das Weltmarktportfolio Basis (100) kann auch als Multi-Asset Benchmark für aktienlastige vermögensverwaltende Portfolios verwendet werden.

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

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

1.38. Über uns

Dieses Konzept wurde von Dirk Söhnholz entwickelt[94]. Dirk Söhnholz/Diversifikator wird dabei vor allem in Bezug auf quantitative Analysen, die ETF-Selektion und die Gestaltung der Webpage von QAP Analytic Solutions unterstützt.

---

[93] Startallokation. 6 ETFs von zwei Anbietern ab Januar 2018 und 7 ETFS von drei Anbietern ab Januar 2019.

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

2. Asset Allokation und ETF Selektion

2.1. Asset Allokation des Weltmarktportfolios (Start 15.2.1016)

2.1.1. Einleitung: Assetklassen im Weltmarktportfolio

Die erste Aufgabe besteht in der Asset-Allokation und der Bestimmung der zu nutzenden Anlage- bzw. Assetklassen. Es gibt keine anerkannte Definition von Assetklassen. Die Abgrenzung von Assetklassen ist oft unklar[95]. Klare Bestimmungen von Anlageklassen zu Beginn einer Asset-Allokation sind daher sehr wichtig. Wir gehen von folgenden zu nutzenden Anlageklassen aus:

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

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

---

[94] Lebenslauf und Publikations- sowie Vortragsverzeichnis s. www.prof-soehnholz.com und Porträt siehe Feingold (2013)
[95] siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35

2.1.2. Kein Cash im Weltmarktportfolio

„Cash“ (Bargeld und kurzfristige Einlagen) wird nur in wenigen der Arbeiten zum Thema Weltmarktportfolio thematisiert. Wenn es im Weltmarktportfolio ausgewiesen wird, hat es einen relativ geringen Anteil.[96]Cash wird typischerweise nicht zur Renditeerzielung genutzt, sondern zur Absicherung bzw. zur Finanzierung relativ kurzfristiger Ausgaben[97]. Die persönlichen Gegebenheiten des Endanlegers spielen daher eine wichtige Rolle dafür, wie viel Cash im Portfolio vorhanden ist. Für Anleger mit einem verhältnismäßig geringen Vermögen, ist ein Cash-Anteil von z.B. 5%, zu gering, um kurzfristige Engpässe oder finanzielle Notfälle zu überstehen. Für Anleger mit hohem Vermögen wären die 5% mehr als ausreichend. Eine prozentuale Aufteilung der Allokation, die im Weltmarktportfolio erforderlich ist, erlaubt nicht alle möglichen Endanleger mit ihrer individuellen Vermögenshöhe und ihren Lebensgegebenheiten gleichermaßen gut zu berücksichtigen.

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

2.1.3. Anleihen im Weltmarktportfolio

Kredite, sofern sich diese auf Bank- bzw. anderen Finanzierunginstitutsbilanzen befinden, werden nicht für das Weltmarktportfolio berücksichtigt. Die Existenz und Höhe dieser Kredite hängt von den Einlagen im Bankensystem ab. Auch solche Einlagen werden nicht explizit im Weltmarktportfolio berücksichtigt. Kredite, die nicht auf einer Bankbilanz sind, sondern bspw. über Fondsvehikel investierbar sind, stehen (End-) Anlegern als Investment zur Verfügung und sollten demnach auch in das Weltmarktportfolio einfließen. Ein weiteres Argument, um Kredite außerhalb von Bankbilanzen in das Weltmarktportfolio aufzunehmen, ist die Tatsache, dass andere Assets verkauft werden müssen, um diese Kredite kaufen zu können. Es findet daher eine relative Verschiebung zwischen den Anlageklassen innerhalb des Weltmarktportfolios statt.

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

---

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

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

2.1.4. Keine Asset-Backed Securities im Weltmarktportfolio

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

2.1.5. Keine Pfandbriefe bzw. Covered Bonds im Weltmarktportfolio

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

Pfandbriefe können als Hybridform aus Staatsanleihen und Unternehmensanleihen betrachtet werden, denn sie werden ausschließlich von staatlich regulierten Pfandbriefbanken begeben. Die Rendite von Pfandbriefen liegt daher in der Regel auch nur leicht über der Rendite von Staatsanleihen.[98]

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

Pfandbriefe sind also für uns Hybridformen aus Staats- und Unternehmensanleihen, aber keine Derivate der unterliegenden Assets und müssen daher gesondert von diesen gemessen werden.

---

[98] Anders als bei Asset Backed-Securities findet neben einer (Über-) Sicherung durch Assets eine Vollhaftung durch die emittierende Bank (bei deutschen Pfandbriefen) statt. Daher können die Forderungen aus ausstehenden Pfandbriefen von den Sicherheiten (z.B. Immobilien) abweichen, so dass nicht strikt angenommen werden kann, dass die Messung der ausstehenden Pfandbriefforderungen eine zweifache Messung der Sicherheiten darstellt. Selbst bei einem hohen Wertverfall der Sicherheiten sollten die Pfandbriefbewertungen i.d.R. erhalten bleiben. Daher sind Pfandbriefe, insbesondere ihre Renditen, ähnlich wie Staatsanleihen.

Eine Abbildung im Weltmarktportfolio ist bereits durch Staats- und Unternehmensanleihen gegeben, so dass keine Implementierung einer spezifischen Pfandbrief-Allokation im Weltmarktportfolio notwendig ist.

2.1.6. Keine Municipal Bonds im Weltmarktportfolio

Municipal Bonds stellen einen signifikanten Teil des gesamten Anleihenmarktes in den USA dar (rund 10%). Dort sind diese Anleihen zumeist auf Bundes- und Staatsebene steuerfrei und liefern damit einen signifikanten Anreiz für ein Investment. Die Anlageklasse ist bei Endanlegern beliebt, vor allem auch auf Grund der geringen jeweils benötigten Anlagesummen (Face Value oft nur 5.000 US-Dollar). Aktive Fonds und ETFs für dieses Segment sind ebenfalls verfügbar.

Municipal Bonds sind aber außerhalb der USA kaum verbreitet.[99] Für deutsche Endanleger stehen zudem keine ETFs zur Verfügung, die Municipal Bonds (der USA) abbilden. Auf eine Abbildung im Weltmarktportfolio wird daher verzichtet.

2.1.7. Keine High Yield Bonds im Weltmarktportfolio

Der Anteil von High Yield-Anleihen am Weltmarktportfolio ist je nach Messung zwischen 0,5% bis 2% und damit gering. Die Rendite-Risiko-Eigenschaften von High-Yields sind indirekt im Weltmarktportfolio durch die Kombination von Unternehmens- bzw. Staatsanleihen mit Aktien-Allokationen vertreten.[100]Eine explizite Allokation in das High Yield-Segment wird daher im Weltmarktportfolio nicht vorgenommen.

2.1.8. Private Equity im Weltmarktportfolio

Die Höhe der weltweiten Private Equity Anlagen ist besonders schwer zu bestimmen, da Private Equity nicht an Börsen notiert ist und – anders als bei Immobilien und Infrastruktur – oft nicht anderweitig meldepflichtig ist und damit entsprechende Informationen oft nicht öffentlich verfügbar sind. Selbst in großen Industrienationen gibt es oft nur geringe Transparenzpflichten

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

[100] Neue empirische Studien zeigen, dass High Yield-Positionen nach wie vor durch Volatilitätsprämien von Aktien beschrieben und diese Positionen dadurch einfach repliziert werden können. Das „Structural Model" von Merton aus dem Jahre 1974 hat damit weiterhin Gültigkeit und eine explizite Allokation ist einem Portfolio mit einer derart umfassenden Auswahl an Anlageklassen mit Volatilitätsprämien, wie im Weltmarktportfolio gegeben, nicht notwendig.

für Personengesellschaften, kleine Unternehmen und nicht-gelistete Aktiengesellschaften. Man kann daher davon ausgehen, dass Private Equity tendenziell einen höheren Anteil im Anlageportfolio haben sollte, als in den bisher „gemessenen" Weltmarktportfolios.

2.1.9. Small bzw. Mid-Caps im Weltmarktportfolio

Da für Private Equity nur wenige ETFs zur Verfügung stehen und diese auch konzeptionell nicht unumstritten sind, kann der Small bzw. Mid-Cap-Anteil am Weltmarktportfolio gegenüber einigen „gemessenen" Allokationen erhöht werden, da Rendite- und Risikotreiber von Private Equity zu einem großen Teil durch dieselbe Illiquiditätsprämie wie bei Small Caps erklärt werden können. Hinzu kommt, dass es zahlreiche Kapitalanlage-Beteiligungen an Unternehmen ohne börsennotierte Aktien gibt, die in einem Weltmarktportfolio ebenfalls repräsentiert sein sollten. Solche umfassen auch Beteiligungen an mittelgroßen Unternehmen (siehe auch Mittelstandsbegriff).

2.1.10. Rohstoffe im Weltmarktportfolio

Nicht alle Rohstoffe sind durch Handel an den Terminbörsen global gepreist bzw. direkt investierbar und sind in manchen Messungen von Weltmarktportfolios gar nicht vertreten.[101] Weshalb einige Rohstoffe an Börsen gehandelt werden und andere nicht, hat die unterschiedlichsten Gründe, die von historischen Gegebenheiten, über Regulierung, Transportfähigkeit bis hin zu Monopolstrukturen reichen können. Es ist nicht zu erkennen, dass die Bedeutsamkeit eines Rohstoffs darüber entscheidet, ob ein (Börsen-) Handel stattfindet und damit die Möglichkeit der Bestimmung des aktuellen Preises/der Marktkapitalisierung des Rohstoffs vorhanden ist.

Unternehmensbilanzen zur Bewertung von Rohstoffen heranzuziehen ist eine Möglichkeit, sich der Marktkapitalisierung dieser Assetklassen zu nähern. Hier sind dennoch mannigfaltige Herausforderungen gegeben. Einige der größten Rohstoffkonzerne bzw. -Produzenten sind nicht börsengelistet und müssen ihre Bilanzen nur zeitverzögert oder nur mit geringen Angaben veröffentlichen. Neben den unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften[102], die viele Bewertungsunterschiede und -Spielräume mit sich bringen können, ist auch der aktuelle

[101] In Doeswijk, Lam und Swinkels (Januar 2014) – „The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012" spielen Rohstoffe keine Rolle
[102] Z.B. IFRS, US-GAAP, HGB

Förderstatus[103] des Rohstoffs ein entscheidender Einflussfaktor auf die Bewertung und damit die Marktkapitalisierung der Anlageklasse.

Streng genommen ist ein Rohstoff nur der Output eines Assets. Eine Abbildung von Rohstoffen ist damit prinzipiell durch die Abbildung von Assets wie Land oder Aktien im Weltmarktportfolio somit zumindest teilweise gegeben.

Wenn Rohstoffe durch Aktien oder ganze Aktiensegmente abgebildet werden, sollte das Exposure der jeweiligen Aktie/des jeweiligen Aktiensegments berücksichtig werden. Öl ist typischerweise der am stärksten in Rohstoffindizes vertretene Rohstoff. Ölunternehmen kann man nach Upstream-, Midstream- und Downstream-Fokus sowie Integrated unterscheiden. Während Upstream-Unternehmen Profiteure steigender Ölpreise sind (und damit dem Asset bzw. Land-/Nutzungsrechten nahezu gleichgestellt sind), leiden Downstream-Unternehmen unter steigenden Inputpreisen. Um die Bewegung der Rohstoffe, in diesem Fall Energierohstoffe, bestmöglich abbilden zu können, sollte daher ein Index/ETF gewählt werden, der möglichst überwiegend sogenannte Upstream-Unternehmen umfasst.

In einigen Strategischen Asset Allokationen werden Rohstoffe gar nicht berücksichtigt. Eine Begründung für das Weglassen von Rohstoffen ist die Tatsache, dass sich Rohstoff-Future-Kontrakte gegenseitig auf null ausgleichen. Wieso die Mechanik der Terminbörsen einen Einfluss auf die Bestimmung der Allokation im Weltmarktportfolio haben soll, ist für uns nicht nachvollziehbar. Future-Kontrakte gibt es ebenfalls auf Aktien- und Anleihe-Indizes, die sich an den Terminbörsen ebenfalls neutralisieren müssen.[104] Wie Rohstoff-Futures auch, sind sie Derivate der eigentlichen Assets, nämlich Aktien und Anleihen (Indizes).

Anders als Aktien, Immobilien und Land sind Rohstoffe eine „Verbrauchs"-Anlageklasse[105]. Dies haben sie mit einigen anderen Anlageklassen, z.B. Anleihen (mit Fälligkeit) gemein. Das bedeutet,

---

[103] Z.B. Silber in eigenem Boden, Silber in erschlossener Mine oder Silber in Lagerhalle

[104] Auch die Forderungen eines Anleiheinvestors müssen bspw. den Verbindlichkeiten eines Anleiheemittenten entsprechen

[105] Eine Ausnahme mag Gold darstellen. In einigen Studien wurde gezeigt, dass Gold nicht verbraucht wird und selbst in kleinsten Mengen wieder recycelt wird.

dass ohne neue Produktion von Rohstoffen[106] (analog zu Emission bei Anleihen), diese Anlageklasse theoretisch nicht mehr zur Verfügung stehen würde.[107]

Rohstoffe sind keine homogene Anlageklasse. Einige Rohstoffe, vor allem im Agrar- und Metallbereich werden mit dem Einsatz anderer Rohstoffe[108] produziert. Rohstoffe unterliegen jeweils eigenen Zyklen und einer Mean-Reversion der Preisentwicklung. Daher kann ein breiter Mix aus Rohstoffen innerhalb eines Index ausgleichend wirken.

2.1.11. Immobilien im Weltmarktportfolio

Immobilien werden von Privatanlegern meistens direkt als Eigenheim oder zur Vermietung erworben. Institutionelle Anleger beteiligen sich ebenfalls direkt an Immobilien bzw. Immobilienprojekten, traditionell jedoch mit dem Schwerpunkt Büro, wenn auch oft zunächst vor allem in der Nähe des Firmensitzes bzw. im Heimatland. Seit einigen Jahren werden Anlegern diversifizierte Immobilieninvestments in Form von Immobilienfonds, Real Estate Investment Trusts (REITs) und Immobilienaktien angeboten. Nur die beiden letztgenannten Alternativen sind liquide, sofern sie an Börsen gehandelt werden. Die beiden letztgenannten Alternativen stehen außerdem einfach für eine weltweite Diversifikation zur Verfügung. Für das Weltmarktportfolio werden daher nur Immobilienaktien- und REIT-ETFs berücksichtigt.

2.1.12. Infrastruktur im Weltmarktportfolio

Anders als in den meisten uns bekannten Untersuchungen zur weltweiten privaten Kapitalanlage wird Infrastruktur als Anlageklasse ins Weltmarktportfolio aufgenommen. Bei Infrastruktur handelt es sich um eine sehr große Anlageklasse mit Charakteristika, die sich von anderen Anlageklassen, auch Immobilien und Anleihen, unterscheiden[109]. Infrastruktur taucht unseres Erachtens nur

---

[106] Bei Rohstoffen wird angenommen, dass sie erst Rohstoffe sind, wenn sie gefördert/erstellt wurden und zum Verkauf stehen (z.B. gefördertes Öl wie WTI). Rohstoffe, die noch zu fördern/erstellen sind, z.B. Öl, das in der Tiefsee liegt oder Weizen, der noch nicht ausgesät wurde, stellen in unserer Definition (noch) keine Rohstoffe dar und so kann deren Wert nicht für die Allokation in das Weltmarktportfolio herhalten. Eine genaue Definition fehlt allerdings, wie für Anlageklassen allgemein. Ein Tausch in Cash, der zeitlich unmittelbar erfolgen muss, könnte hier als Definition gut dienen. Öl in der Tiefsee kann nicht sofort in Cash getauscht werden, höchstens die Rechte an seiner Förderung/Landrechte.

[107] Wenn die letzte Anleihe ausgelaufen ist

[108] Insbesondere Öl als Input für Dünger. Auch Ölförderung benötigt andere Rohstoffe, wobei hier die Fixkosten höher sind, während bei Agrarrohstoffen der variable Kostenanteil für Input-Rohstoffe (Dünger) hoch ist.

[109] Siehe z.B. Norges Bank Investment Management 2013

deshalb nicht auf, weil sie bisher überwiegend öffentlich finanziert wurde. Künftig wird sich das vor allem aus zwei Gründen ändern: Staaten verfügen durch hohe Staatsschulden über weniger Finanzierungsmöglichkeiten für Infrastruktur und private Anleger suchen nach attraktiven Anlagealternativen vor allem zu sicheren Anleihen. Infrastruktur wird als eine solche Anlagealternative gesehen. Infrastruktur wird (Groß-)Anlegern überwiegend über Projektfinanzierungen bzw. über geschlossene Fonds angeboten. Auch für Infrastruktur erfolgt der Zugang im Weltmarktportfolio über international diversifizierte Aktien-ETFs, weil nur so eine ausreichende Diversifikation auch für relativ kleine Anlagesummen innerhalb der Anlageklasse gewährleistet werden kann.

2.1.13. Weitere mögliche Anlageklassen im Weltmarktportfolio

Eine weitere mögliche Anlageklasse für das Weltmarktportfolio sind verbriefte Forderungen, wie z.B. Insurance-Linked Securities (u.a. Cat-Bonds). Das geringe Volumen dieser Anlageklassen (<2,5% an der Weltkapitalanlage) und die derzeit fehlende Investmentmöglichkeit über ETFs führen dazu, dass diese nicht berücksichtigt werden.

Bei den „kleinen" ETF-Portfolios, also denen mit weniger als 10 Anlagesegmenten bzw. ETFs, beträgt die Mindestallokation ab Ende 2018 in der Regel 7,5%.

2.1.14. Zusammenfassung

Für unser Weltmarktportfolio orientieren wir uns vor allem an den Analysen von Doeswijk/Lam/Swinkels bzw. Gadzinski/Schuller/Vacchino. Wir berücksichtigen allerdings auch einige andere Untersuchungen[110].

Aufgrund der neuesten verfügbaren Studie mit Daten zu Jahresende [111] wird die Standardallokation der Portfolios leicht geändert: Staatsanleihen werden um 5 Prozentpunkte reduziert und 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

[110] S. Erklärungen im Text bzw. Fußnoten sowie Literaturverzeichnis und aktueller Gregory Gadzinski, Markus Schuller and Andrea Vacchino: The Global Capital Stock: Finding a Proxy for the Unobservable Global Market Portfolio in The Journal of Portfolio Management summer 2018, 44 (7) 12-23
[111] Gadzinski/Schuller/Vacchino 2018

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 2018 erfolgen.

2.1.15. Zusammenfassung: Allokation im Weltmarktportfolio

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

Anlagesegment	Gadzinski/Schuller / Vacchino (2016)	Diversi-fikator (2017)	Diversi-fikator (2019)	Begründung
Staatsanleihen	26%[112]	20%	15%	Separater Ausweis von Inflationsgebundenen Anleihen
Inflationsgeb. Anleihen	0%	5%	5%	Bei Doeswijk/Lam/Swinkels und Faber ebenfalls vertreten; inkl. „Staatsanleihen“ entspricht die gesamte Anleiheallokation deren Allokationen so eher
Unternehmens-anleihen	19%	20%	22,5%	Aufrundung
Immobilien	20%	10%	12,5%	Reduktion wegen wesentlich geringerem Anteil in anderen Studien und zusätzlichem Infrastruktur Segment, ab 2019 Erhöhung wegen aktueller Studienergebnisse zu Lasten von Staatsanleihen
Rohstoffe/Agrar-land/Forst	2%	5%	5%	Aufrundung wegen höherem Anteil in anderen Studien
Infrastruktur	0%	5%	5%	Anteil geschätzt (insgesamt ist Alternatives Anteil damit vergleichbar)
Aktien (inklusive Private Equity)	33%	35%	35%	Aufrundung, Private Equity wird wegen fehlender ETFs t.w. durch börsennotierte Small Caps ersetzt
Summe	**100%**	**100%**	**100%**	

[112] Inklusive Cash und Cash-Equivalents

Die detaillierte Umsetzung im Weltmarktportfolio ergibt sich so aus den oben gemachten Analysen wie folgt zu Anfang 2019:

30,0%	**Aktien**		
12,0%		Aktien USA	
9,0%			Aktien Large Caps USA
3,0%			Aktien Small Caps USA
12,0%		Aktien Welt ex-USA	
12,0%			Aktien Large Caps Industrieländer ex-USA
9,0%			Aktien Large Caps Europa
3,0%			Aktien Large Caps Japan
0,0%			Aktien Small Caps Industrieländer ex-USA
---			Aktien Small Caps Europa
---			Aktien Small Caps Japan
6,0%		Aktien Schwellenländer	
---	**Wandelanleihen**		
22,5%	**Unternehmensanleihen**		
11,25%		Unternehmensanleihen USA	
11,25%		Unternehmensanleihen Welt ex-USA	
15,0%	**Staatsanleihen**		
0,0%		Staatsanleihen kurze Laufzeit	
---			Staatsanleihen kurze Laufzeit USA
---			Staatsanleihen kurze Laufzeit Industrieländer ex-USA
15,0%		Staatsanleihen lange Laufzeit	
3,75%			Staatanleihen mittlere Laufzeit USA
3,75%			Staatanleihen lange Laufzeit USA
7,5%			Staatanleihen mittlere Laufzeit Welt ex-USA
3,75%			Staatsanleihen mittlere Laufzeit Europa
3,75%			Staatsanleihen mittlere Laufzeit Japan
5,0%	**Inflationsindexierte Anleihen**		
5,0%		Staatsanleihen inflationsindexiert USA	
---		Staatsanleihen inflationsindexiert Welt ex-USA	
5,0%	**Rohstoffe**		
2,5%		Energie Rohstoffe	
---			Rohstoffe Energie USA
---			Rohstoffe Energie Europa
2,5%		Metalle Rohstoffe	
---			Rohstoffe Metalle USA
---			Rohstoffe Metalle Europa
---	**Gold**		

12,5%	**Immobilien**		
6,25%		Immobilien USA	
6,25%		Immobilien Welt ex-USA	
---			Immobilien Europa
---			Immobilien Asien
5,0%	**Infrastruktur**		
---		Infrastruktur Industrieländer	
---		Infrastruktur Schwellenländer	
5,0%	**Private Equity**		
0%	**Agrar- und Farmland**		

2.1.16. Keine Währungsabsicherung im Weltmarktportfolio

Die uns vorliegenden Schätzungen des realen Weltmarktportfolios sind ausschließlich in US-Dollar denominiert. Das bedeutet gleichzeitig, dass eine Verschiebung der gemessenen Allokationen zwischen den Anlageklassen schon alleine durch eine Wechselkursbewegung der jeweiligen Währung gegenüber dem US-Dollar zustande kommen kann.[113]Alleine in dem 1-Jahreszeitraum von März 2014 bis Frühjahr 2015 hat sich der Anteil der US-Assets am Weltmarktportfolio nur auf Grund der Wechselkursbewegungen um fast 10 Prozentpunkte erhöht.

Untersuchungen von QAP Analytic Solutions zeigen, dass Währungsentwicklungen einen entscheidenden Einfluss auf die Wertentwicklung des jeweiligen Anleger-Portfolio haben können, auch wenn nur ein Währungs-Home-Bias vorliegt, selbst wenn die Asset-Allokationen diversifiziert sind. Ein solcher Effekt kann sich sowohl positiv als auch negativ auf den Anlageerfolg auswirken.

Ein Großteil der existierenden Studien zum Thema Währungsabsicherung kommt zu dem Schluss, dass eine Währungsabsicherung in einem diversifizierten Portfolio nicht zu empfehlen ist, da mit der Absicherung zum einen Kosten verbunden sind und zum anderen sich Währungsbewegungen über einen ausreichend langen Zeitraum ausgleichen. Eine Absicherung wird nur für den Teil des Portfolios empfohlen, der einer sehr niedrigen Volatilität unterliegt, die durch das Währungsrisiko deutlich erhöht wird. Kurzgefasst sollen die Fixed Income-Komponenten eines Portfolios abgesichert werden, die ein Währungsrisiko beinhalten. Aktien- und andere Risiko-Anlageklassen sollen keine Währungsabsicherungen erfahren (anders: AQR-Studie, die zeigt, dass die negative Korrelation eines ungesicherten internationalen Aktienportfolios derart hoch sein muss (-0,5), um

[113] Insbesondere wenn angenommen wird, dass diese nochmals geographisch unterteilt sind.

einen positiven Beitrag zum Portfolio zu liefern, wie sie niemals in der Historie gewesen ist (aus Sicht eines US-Investors).[114] Das bedeutet, dass volles Exposure zu globalen Währungen ein Risiko darstellt, dem keine ausreichende Rendite gegenübersteht.

Wir kennen keine konzeptionell voll überzeugende Lösung zum Umgang mit Währungsabsicherungen. Wahrscheinlich sind weder eine volle Absicherung der Währungen, noch ein volles Exposure optimal. Alternativ wird auch eine Absicherung zu 50% als Empfehlung für die Praxis abgegeben. [115]

Wir halten einen solchen nicht-optimierten Weg der Absicherung von Währungsrisiken für angemessen und setzen ihn im Weltmarktportfolio S durch einen höheren Home Bias der Anleihen-Allokation bei gleichzeitig nicht abgesicherten externen Währungen um.

Es soll stärker als durch das Weltmarktportfolio[116] suggeriert in den heimischen Währungsraum allokiert werden. Neben den Vorteilen, die ganz klar auf der Kostenseite (Handelsgebühren, Managementgebühren und ggf. Steuerkosten) und durch Auswahl aus einem größeren Angebot gegeben sind[117], gibt es aber potenzielle Nachteile zu berücksichtigen. Negative Konsequenzen des Home Bias-Effekts, wie unzureichende Diversifikation, gilt es zu vermeiden.

Der Home Bias-Effekt der Amerikaner ist entscheidend für die aktuellen Marktkapitalisierungen und hat damit auf alle anderen Länder und Währungsräume einen deutlichen Effekt. Die USA haben die mit Abstand höchste Marktkapitalisierung bei Aktien und auch bei Anleihen. Aggregiert kommt das Land auf fast die Hälfte der gesamten Welt-Marktkapitalisierung. Dabei ist ein Teil der gemessenen US-Marktkapitalisierung dem eigenen Home Bias-Effekt geschuldet[118].

Man kann aber auch anders argumentieren: Insbesondere für risikoreiche Anlageklassen kann eine Währungsabsicherung sinnvoll sein, um das Risiko dieser Anlagen nicht noch weiter zu erhöhen. Alternativ kann aber auch der Anteil der in Heimatwährung allokierten Risikoanlagen erhöht werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass diese bei der oft vielfach vorhandenen

---

[114] Risk Without Reward: The Case for Strategic FX Hedging, September 18, 2015,AQR (Jacob Boudoukh, Michael Katz, Matthew Richardson, Ashwin Thapar)

[115] „I prefer Gastineau's "Why Bother?" approach. If I have to make so many assumptions in order to derive the hedge ratio I want-0.75-I can assume that 0.50 is the best. Why 0.50? Because it is halfway between 0 and 1, neither of which is appropriate." In Integrating Global Asset Allocation and Currency Management, 1997, CFA Institute, Bruno Solnik

[116] Und durch andere Strategische Asset Allokations-Konzepte, die auf USD-basierten Studien beruhen

[117]Zugangsrestriktionen, höhere Kosten, die mit dem Handel von ausländischen Wertpapieren assoziiert sind und mögliche negative Steuereffekte (bzw. Steuerkomplexität) werden bei der Allokation des Weltmarktportfolios nicht berücksichtigt, sondern erst bei seiner Umsetzung mit ETFs für den deutschen Anleger

[118] Zu aktiven und passiven Änderungen des Home Bias s. z.B. Wynter (2012) – „Why Did the Equity Home Bias Fall During the Financial Panic of 2008?"

internationalen Aktivität (z.B. deutscher börsennotierter Unternehmen) trotzdem partiell von Währungsschwankungen abhängig bleiben[119][120].

2.1.17. Rebalancing im Weltmarktportfolio

Verschiebungen innerhalb des Weltmarktportfolios können schnell erfolgen und durch externe Faktoren beeinflusst werden:

- Eine leichte Zinsänderung kann sich signifikant auf den Weltmarktportfolio-Anteil von Anleihen auswirken, insbesondere wenn innerhalb dieser Assetklasse langlaufende Anleihen (diejenigen mit höchster Zinssensitivität) dominieren (ceteris paribus).
- Der planbare oder ungeplante „Verbrauch" von Assets innerhalb einer Anlageklasse kann zu deutlichen Verschiebungen führen. Verfall von Anleihen ohne Neuemission reduziert die Marktkapitalisierung der Anlageklasse, ebenso Rückkaufprogramme und Firmenzusammenschlüsse/-übernahmen/Delistings bei Aktien. Umgekehrt können eine Erhöhung der Staatsverschuldung oder IPOs am Aktienmarkt die Anteile der jeweiligen Anlageklassen am Weltmarktportfolio erhöhen.
- Externe Faktoren, wie die gesetzliche Verpflichtung zum Halten von Staatsanleihen als risikolose Anlageklasse, können die Anteile im Weltmarktportfolio beeinflussen. Dazu zählen auch Kapitalverkehrsbeschränkungen.

Wir nehmen an, dass es über mehrere Jahre hinweg nur marginale Verschiebungen bei den Marktkapitalisierungen der einzelnen Anlageklassen geben wird.[121] Diese Abweichungen stehen im Kontrast zu den Messfehlern, die zwangsweise bei der Vermessung aller Anlageklassen nach Regionen und weiteren Granularitäten gegeben sind.[122]

Das Konzept des Weltmarktportfolios beinhaltet, dass kein Rebalancing stattfinden muss. Der Grund hierfür liegt darin, dass der Investor des Weltmarktportfolios zu jeder Zeit ein Abbild der aktuellen Marktkapitalisierung aller Anlageklassen (und sogar herunter gebrochen auf die einzelnen Assets) hält. Diese Annahme ist aber selbst dann unrealistisch, wenn alle Anlageklassen abgegrenzt, bewertet und die einzelnen Assets investierbar wären. Die Verschiebungen der

---

[119] Errunza et al (Errunza, Vihang, K. Hogan and M-W Hung, 1999, Can the Gains from International Diversification Be Achieved without Trading Abroad?, Journal of Finance 54.6, 2075-2107)

[120] Zu Home Bias siehe auch Coval and Moskowitz; Pool et al (2012)

[121] Insbesondere, wenn Währungseffekte außer Acht gelassen werden. Die Verschiebungen innerhalb der Anlageklassen können größer sein.

[122] Messfehler treten zwangsweise auf, da das Reporting der Anlageklassen sich von Datenanbieter, Land und Anlageklasse unterscheiden kann. Landesspezifische Gesetze, Regulierungen und Konventionen können u.a. dafür verantwortlich sein.

Gewichtungen von Anlageklassen entstehen zum einen aus Währungsbewegungen, auf die in vielen theoretischen Arbeiten zum Weltmarktportfolio gar nicht erst eingegangen wird. Eine vollkommene Währungs- Absicherung des Investors ist, auch auf Grund der Absicherungskosten, nicht denkbar. Des Weiteren sorgt der „Verbrauch" von Assetklassen dafür, dass deren Gewichtung im Gesamtportfolio fällt, sofern keine Preisbewegungen diesem Effekt 1:1 entgegenstehen. Für einen gut informierten Investor mit Zugang zu allen Investitionsmöglichkeiten wäre es noch vorstellbar, dass er vorab sein Anleiheportfolio analog dem Weltanleiheportfolio hinsichtlich Fälligkeit der Anleihen abbildet. Aber weder den Rohstoffverbrauch noch den „Verbrauch" bzw. die Reduzierung von Aktienmarkt-kapitalisierung durch Rückkaufprogramme oder Fusionen und Übernahmen kann er vorab perfekt antizipieren. D.h. eine Überprüfung ist in jedem Fall notwendig. Die Auszahlung von Zinsen, (Sonder-) Dividenden und anderen Kapitalzuflüssen unterstützen das Erfordernis einer Rebalancing-Strategie.

Für die Umsetzung des Weltmarktportfolios als statische Asset Allokation nutzen wir eine systematische jährliche Überprüfung. Die Gründe für diese Frequenz sind vielfältig. Eine Anpassung der unterjährigen Abweichungen des Live-Portfolios von den zu Jahresbeginn festgelegten Soll-Allokationen müsste bedingen, dass das Weltmarktportfolio auch unterjährig gemessen wird, um die Abweichung zur aktuellen Soll-Allokation feststellen und ggf. neutralisieren zu können. Eine unterjährige/fortlaufende Messung der Marktkapitalisierungen aller Anlageklassen (sei es auch nur auf Basis ihrer Veränderungen zur letztmaligen Messung) halten wir zu diesem Zeitpunkt für nicht durchführbar. Des Weiteren muss eine Abweichung signifikant genug sein, um die Kosten eines Rebalancings zu rechtfertigen. Nicht zuletzt erlaubt eine geringere Rebalancing-Frequenz in einem Multi-Asset-Portfolio von Momentum-Bewegungen[123] profitieren zu können.

2.2. Index-Selektion für das Weltmarktportfolio

Im Idealfall müsst der Assetklassen-Selektion eine Indexselektion folgen und erst in der dritten Stufe eine ETF-Selektion. Wir verzichten bewusst auf diese Stufe der Indexselektion. Größere (institutionelle) Investoren könnten das Weltmarktportfolio nämlich synthetisch ohne direkte Bezugnahme auf existierende Indizes umsetzen.

Auch für kleinere Anleger, die über bestehende Produkte, vor allem ETFs, das Weltmarktportfolio abbilden müssen, kann auf eine explizite Indexselektion verzichtet werden. Hauptgrund ist, dass

[123] Das Zurücksetzen einer Anlageklasse mit großer Abweichung auf ihre Soll-Allokation schneidet laufende Trends ab. Gerade bei Anlageklassen mit starken Trends wird durch ein hochfrequentes Rebalancing die Trendfolge-/Relative Stärke-Eigenschaft zu Lasten der Rendite reduziert, siehe z.B. Mebane Faber, Global Tactical Asset Allocation

den Millionen von Indizes (deren Berechnungen teils öffentlich, teils nur mit kostenpflichtigem Zugang, verfügbar sind) die als investierbare Benchmarks darstellbar sind, deutlich weniger ETFs (und andere Indextracker-Fonds) gegenüberstehen, die die genannte Investorengruppe tatsächlich für ihre Allokation nutzen kann. Von den rund 1.000 ETFs, die für europäische Anleger (z.B. auf Xetra) zur Verfügung stehen, kann nämlich ein Großteil wegen Fokus auf einzelne Länder, Sektoren oder Themen nicht für das Weltmarktportfolio genutzt werden: Das geeignete ETF-Universum ist im Verhältnis zum Index-Universum zu klein, um eine detaillierte Index-Selektion zu rechtfertigen.

2.3. ETF-Selektion für das Weltmarktportfolio

2.3.1. Einleitung

Ausgangsbasis der Strategischen Asset Allokation (SAA) ist das sogenannte Weltmarktportfolio. Das Weltmarktportfolio setzt sich aus den Marktkapitalisierungen aller Anlageklassen zusammen. Dadurch wird keine explizite Prognose über eine zukünftige Rendite- oder Risikoerwartung getroffen, es werden keine Optimierungen zur Portfoliozusammenstellung unternommen oder auf irgendeine andere Art und Weise versucht, eine Allokation mit dem Ziel einer besonders hohen Rendite zusammenzustellen. Der Hauptgrund für die Verwendung des Weltmarktportfolios ist das Fehlen eines anderen, dauerhaft überlegenen SAA-Konzepts als Ausgangsbasis.

Restriktionen:

- In 2016 wurden keine Anlagesegmente aufgenommen, die eine negative Realverzinsung/-rendite ausweisen. Für in Euro denominierte Anleihen wurde die deutsche Inflationsrate, für in US-Dollar denominierte Anleihen die US-Inflation, und für japanische Anleihen die Inflation Japans herangezogen. Bei negativer Realverzinsung erfolgte die entsprechende Allokation in inflationsindizierte Anleihen, sofern als ETFs/Fonds verfügbar. Diese Regel wurde ab Anfang 2017 durch eine einfachere Regel ersetzt. Danach werden nur Staatsanleihen entwickelter Länder mit einer Mindest-Restlaufzeit von über drei Jahren in Portfolios aufgenommen. Begründung: Es sollen nur renditebringende Bestandteile in die Standard-Portfolios aufgenommen werden. Staatsanleihe-ETFs mit geringen Laufzeiten sind – anders als andere Anleihe-ETFs - vielfach eine Art „Cash"-Ersatz, oft mit realen Verzinsungen unter 0, und Anleger sollten ihre ideale „Cashquote" separat zusätzlich zu den Standard-Portfolios bestimmt.

- Da die Abbildung des Weltmarktportfolios ausschließlich mit liquiden Instrumenten wie ETFs (und ggf. anderen Fonds) erfolgen soll, werden einige Anlageklassen, die nicht liquide sind, mit liquiden Instrumenten umgesetzt, die den illiquiden Anlagen möglichst ähnlich sein sollen. Bei der Selektion der Einzel-ETFs wird dabei auf besonders geringe

Branchen- bzw. Positionsüberschneidungen mit bereits im Weltmarktportfolio vorhandenen ETFs (insbesondere also allgemeinen Aktien-ETFs) geachtet. Es wird also nicht versucht, die illiquide Anlageklasse möglichst breit diversifiziert abzudecken, was dazu führen kann, dass einzelne illiquide Marktsegmente gar nicht im liquiden Weltmarktportfolio, das mit ETFs abgebildet wird, vertreten sind. Neben Rendite- und Risikoprognosen wird auch auf Korrelationsprognosen verzichtet.

Das Weltmarktportfolio stellt die Ausgangslage für die Selektion von Indizes und der ETF-Selektion dar. Das Weltmarktportfolio ist eine Allokation, die nach Marktkapitalisierung gewichtet ist. Zur Abbildung des Weltmarktportfolios werden daher möglichst Indizes und ETFs genutzt, die ebenso nach Marktkapitalisierung gewichtet sind. Es werden zudem die Vehikel bevorzugt, die die jeweilige Anlageklasse möglichst breit abbildet.

Ein Index, wie der S&P 500 mit seinen 500 Einzelaktien, konnte in der Vergangenheit als ausreichend diversifiziert (oder gar als überdiversifiziert) bzw. repräsentativ für den US Aktienmarkt angesehen werden.

Die Entwicklungen an den Finanzmärkten, vor allem der Zugang und der schnellere Umschlag von Beta-Vehikel (insbesondere ETFs), führen dazu, dass heute selbst Indizes mit einer hohen Zahl an Underlyings wie ein einzelnes Underlying gehandelt werden.

In der Konsequenz muss idealerweise darauf geachtet werden, dass über mehrere Indizes und Themen Positionen gehalten werden. Eine Diversifikation kann so z.B. über ETFs erfolgen, die Segmente abbilden, die aus verschiedenen Gründen von anderen Investoren weniger stark gehalten und gehandelt werden, z.B. kleinere Marktkapitalisierungen, oder über solche Segmente, die aus technischen Gründen keinen Gleichlauf zu den verbreitet gehaltenen Positionen erwarten lassen. Für die USA könnte eine Aktien-Diversifikation bspw. über die drei Indizes S&P 500, NASDAQ 100 und Russell 2000 erfolgen. Alle drei Indizes und investierbare Derivate sind sehr liquide handelbar und decken eine hohe Zahl an amerikanischen Aktien ab. Dennoch können sich die Wertentwicklungen signifikant unterscheiden. Die Zusammensetzungen und Konzentrationen spielen eine entscheidende Rolle. Während der NASDAQ keine Finanz- und Energie-Aktien enthält, können diese Segmente ein hohes Gewicht im S&P 500 Index erhalten. Im Russell 2000, der geringere Marktkapitalisierungen berücksichtigt, sind im Vergleich zum S&P 500 stärker national fokussierte Unternehmen enthalten. Eine Diversifikation über alle drei Indizes stellt sicher, dass der Investor im jeweils aktuellen Rotations- oder Übergewichtungstrend investiert ist und eine mögliche Unterrendite zum besten Index begrenzt wird.

Eine solch breite Diversifikation je Anlageklasse wird aber durch Transaktionskosten begrenzt. In der weiteren Betrachtung und bei der aktuellen Selektion des Weltmarktportfolios wird diese weitergehende Diversifikation daher nicht berücksichtigt.

2.3.2. Vorgehen bei der ETF-Selektion

Das Weltmarktportfolio ist daher die direkte Vorlage für die ETF-Selektion. Die verwendeten Selektionskriterien sind die folgenden:

1) Möglichst gute Abbildung der Allokation im Weltmarktportfolio
    a. bei Abbildung von börsengehandelten Allokationen durch
        i. Hohe Diversifikation innerhalb einer möglichst homogenen Anlageklasse
        ii. Gewichtung, die der Gewichtung im Weltmarktportfolio entspricht oder nahekommt (Marktkapitalisierung)
        iii. Repräsentation der Marktkapitalisierung innerhalb der eigenen und gegenüber anderen Anlageklassen[124]
        iv. niedrige (zu erwartende) Tracking Differenz gegenüber der abzubildenden Allokation[125]
    b. bei Abbildung von illiquiden Anlageklassen nicht über Proxies durch
        i. möglichst genaue und konzentrierte Abbildung der Allokation
        ii. möglichst geringere Überschneidung zum allgemeinen Risiko der im Portfolio vertretenen liquiden Anlageklassen
        iii. niedrige (zu erwartende) Tracking Differenz gegenüber der abzubildenden Allokation
2) Niedrige Kosten

Jeder ETF muss die folgenden Mindestkriterien erfüllen:

1) UCITS
2) Vertriebszulassung in Deutschland
3) Steuertransparenz in Deutschland
4) Listing auf Xetra (da durch das Listing davon ausgegangen werden kann, dass der ETF allen Anlegern der Zielgruppe zum Kauf zur Verfügung steht)

Für ETFs, die festverzinsliche Anlagen abbilden, kommt als Kriterium eine positive erwartete reale Verzinsung hinzu. Zur Messung der erwarteten Nominalrendite wurde in 2016 die Yield-to-Maturity, die der ETF-Anbieter zum Monatsultimo berechnet, herangezogen. Die erwartete Inflationsrate wurde durch die aktuelle Inflationsrate abgebildet.[126] Dabei wurde für Wertpapiere,

---

[124] Mit iii ist gemeint, dass die Marktkapitalisierungen innerhalb der Assetklassen und zu allen anderen Assetklassen eingehalten werden sollten. Das ist relevant, wenn es Überschneidung von Underlyings bei ETFs innerhalb einer Anlageklasse gibt (z.B. S&P 500 und Russell 1000) und von Market Cap-Gewichtung abgewichen wird.

[125] Das soll durch die Umsetzungsmethode gegeben sein, die im Ranking der ETFs Berücksichtigung findet: Synthetische und thesaurierende ETFs sollen bevorzugt werden.

[126] Die Yield-to-Maturity ist kein optimales Maß, um die zu erwartende Nominalrendite eines Anleihen-ETFs zu bestimmen. Dies liegt vor allem an den ETF (Index) spezifischen Eigenschaften, vor allem daran, dass der Index/ETF nicht verfällt, die enthalten Anleihen verfallen, aber meist nicht bis zum Verfall gehalten werden. Zur Messung der erwarteten Realrendite stellt die Yield-to-Maturity dennoch das

die in Euro denominiert sind, die Inflationsrate Deutschlands herangezogen und analog für in US-Dollar denominierte Wertpapiere die Inflationsrate der USA, sowie die japanische Inflationsrate für Fixed Income-ETFs mit JPY-Underlyings verwendet.[127] Diese Regel wurde zu Anfang 2017 durch eine einfachere Regel ersetzt (siehe dazu Abschnitt 3.1. unter Restriktionen), nach der Staatsanleihen entwickelter Länder nur aufgenommen, wenn die enthaltenen Anleihen eine über dreijährige Restlaufzeit aufweisen. Wenn mehrere ETFs alle oben genannten Kriterien erfüllen, sollen die ETFs nach den folgenden Ranking-Kriterien selektiert werden:

<u>wenn Steuermerkmale keine Relevanz haben (das ist der Normalfall für die meisten institutionellen Anleger/Fonds und ab 2018 auch für Privatanleger):</u>

1) Niedrigste erwartete Abweichung zur abzubildenden Allokation, dargestellt durch synthetische gegenüber physischer Abbildung.
2) Thesaurierende Anlageklassen werden gegenüber ausschüttenden bevorzugt, da dies Weltmarktportfolio-Konzept eher entspricht (und andernfalls Wiederanlage-Kosten anfallen).
3) Explizite Kosten, dargestellt durch TER (Handelskosten spielen keine Rolle, da für die Abbildung des Weltmarktportfolios nicht von einem Intraday-Handel, sondern von Handel zum NAV ausgegangen wird).[128]

---

beste (Annäherungs-) Maß aller üblicherweise von ETF-Emittenten ausgewiesenen Kennzahlen dar. Die aktuelle Inflationsrate wird als beste Schätzung für die zukünftige Inflationsrate angenommen. Diese Annahme ist diskussionswürdig. Da die Methoden zur Bestimmung der Inflationsrate (Warenkorb, Adjustierungsfaktoren, weitere Konventionen) zwischen den relevanten Inflationsindikatoren innerhalb eines Landes und zu denen anderer Länder erheblich abweichen können, sehen wir die vereinfachende Annahme als gerechtfertigt an.

[127] Für alle drei Länder wird der Consumer Price Index (CPI) als Inflationsmaß genutzt.

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

wenn Steuermerkmale eine hohe Priorität erhalten (das ist bis Ende 2017 der Normallfall für typische Privatkunden, die ETF-Portfolios direkt halten wollen):

1) Niedrigste erwartetete Abweichung zur abzubildenden Allokation, dargestellt durch synthetische gegenüber physischer Abbildung.
2) Thesaurierende ETFs mit Fondsdomizil im Ausland (nicht Deutschland), die ausschüttungsgleiche Erträge erzielen[129], werden gegenüber allen anderen ETFs im Ranking „heruntergestuft", da der Aufwand bei der Versteuerung für einen Anleger höher ist.[130] Durch die Investmentsteuerreform, die ab 2018 gilt, entfällt ab 2018 dieser Punkt.
3) Thesaurierende Anlageklassen werden gegenüber ausschüttenden bevorzugt, da dies Weltmarktportfolio-Konzept eher entspricht.
4) Explizite Kosten, dargestellt durch TER (Handelskosten spielen keine Rolle, da für die Abbildung des Weltmarktportfolios nicht von einem Intraday-Handel, sondern von Handel zum NAV ausgegangen wird).

Wenn Steuermerkmale eine niedrigere Priorität erhalten:

1) Niedrigste erwartete Abweichung zur abzubildenden Allokation, dargestellt durch synthetische gegenüber physischer Abbildung.
2) Thesaurierende Anlageklassen bevorzugt gegenüber ausschüttenden, da dies Weltmarktportfolio-Konzept eher entspricht

---

Konkurrenz ist daher keine optimale Vorgehensweise, um ETFs in ein Ranking zu stellen, so dass hierauf verzichtet wird.

[129] Physisch replizierende ETFs, die im Ausland domiziliert sind und deren Underlyings Ausschüttungen vornehmen, haben immer ausschüttungsgleiche Erträge in der thesaurierenden Anteilsklasse des ETFs. Somit ist bei diesen ETFs immer der höhere Steueraufwand, der mit der Meldung von ausschüttungsgleichen Erträgen an das Finanzamt einhergeht, gegeben. Mit der Investmentsteuerreform 2018 entfällt dieser Analyse/Meldeaufwand. Bei synthetisch replizierenden ETFs mit sonst gleichen Ausstattungsmerkmalen wie im vorherigen Satz benannt, kann nicht vorab bestimmt werden, ob ausschüttungsgleiche Erträge anfallen, da dies von der Ausgestaltung der synthetischen Replikation und vom Handeln des ETF-Emittenten abhängt. (Eine Ausnahme stellt eine Festlegung im Verkaufsprospekt dar. In keinem der gesichteten Prospekte war dies der Fall und es ist davon auszugehen, dass Emittenten diese Festlegung im Prospekt vermeiden). In einer Rückschau, z.B. durch Betrachtung der Steuermeldedaten im Bundesanzeiger, kann nachvollzogen werden, ob der ETF in der Vergangenheit ausschüttungsgleiche Erträge gemeldet hat. Sollte dies nicht der Fall sein, gehen wir davon aus (ceteris paribus), dass auch in Zukunft diese nicht anfallen werden. Grund für diese Annahme ist, dass die Emittenten ihren deutschen ETF-Investoren den Mehraufwand, der durch ausschüttungsgleiche Erträge gegeben wäre, ersparen möchten.

[130] Für den Anleger ergibt sich nicht zwingend ein Nachteil aus dem bis Ende 2017 gültigen Versteuerungsverfahren von ausländischen ETFs mit ausschüttungsgleichen Erträgen. Die nominal abzuführende Steuer entspricht der Steuer, die bei allen anderen vergleichbaren ETFs abzuführen ist. Je nach individueller Steuersituation (angefallener und/oder vorgetragener Gewinne und Verluste) können sich für einen Anleger durch einen ausländischen ETF mit ausschüttungsgleichen Erträgen sogar Steuervorteile (u.a. auch durch Steuerstundung) ergeben.

3) Thesaurierende ETFs mit Fondsdomizil im Ausland (nicht Deutschland), die ausschüttungsgleiche Erträge erzielen, sollen gegenüber allen anderen ETFs im Ranking benachteiligt werden, da der Aufwand bei der Versteuerung für einen Anleger höher ist. Dieser Punkt entfällt wegen der Investmentsteuerreform ab 2018.
4) Explizite Kosten, dargestellt durch TER (Handelskosten spielen keine Rolle, da für die Abbildung des Weltmarktportfolios nicht von einem Intraday-Handel, sondern von Handel zum NAV ausgegangen wird).

Abweichend von diesen Regeln dürfen auch nicht kapital-gewichtete ETFs aufgenommen werden, wenn Allokationen sonst frei bleiben würden. Das ist zu Beginn 2017 nur für das Alternatives ETF-Portfolio im Segment asiatischer Immobilien der Fall.

2.3.3. Keine nicht-börsennotierten Fonds erforderlich

Sofern kein ETF für eine bestimmte Allokation selektiert werden kann oder bisher kein entsprechender ETF auf dem Markt ist, können nicht-börsennotierte Fonds genutzt werden. Dies soll nur erfolgen, wenn ein hinreichendes Indiz dafür gegeben ist, dass die angestrebte Allokation mit einem solchen Fonds abgebildet werden kann. Diese Restriktion beinhaltet noch nicht potenziell hohe Fondskosten, Kontrahentenrisiken, mögliche Managerrisiken und weitere Nachteile, die gering gehalten werden sollen. Indextracker-Fonds und andere passive Fonds sollen bevorzugt gegenüber sogenannten aktiven Fonds behandelt werden, um das Managerrisiko und eine Abweichung zur Ziel-Allokation möglichst gering zu halten.

Ein potenziell auszuwählender, nicht-börsennotierter Fonds muss die vier folgenden Kriterien erfüllen (analog zu ETFs), um nicht direkt im Selektionsprozess ausgeschlossen zu werden:

1) UCITS
2) Vertriebszulassung in Deutschland
3) Steuertransparenz in Deutschland
4) Tägliche Preisstellung und täglicher Handel

Es folgen weitere Ausschlusskriterien:

1) Fondskosten sind zu hoch (Einzelfallbetrachtung) oder die Anreizstruktur der Fondsvergütung stellt eine Interessenkongruenz dar[131]
2) Ein signifikantes Kontrahentenrisiko ist gegeben (Einzelfallbetrachtung)[132]

---

[131] Z.B. Performance Fee-Struktur, die Anreiz für eine hohe Volatilität setzt oder eine High-Water-Mark bei aktuell deutlich niedrigerem NAV (Fonds könnte zeitnah geschlossen werden) oder eine hohe Frequenz der Auszahlung von Anreizvergütungen.

Im nächsten Schritt wird geprüft, ob und inwieweit die Strategie des Fonds ein passives Investment darstellt (bevorzugt). Ein passives Investmentvehikel (ETF) soll selbst bei nicht-optimaler Abbildung der Allokation im Weltmarktportfolio bevorzugt verwendet werden, bevor eine Suche und Selektion von aktiv gemanagten Fonds erfolgt.

Handelt es sich nicht um eine passive Strategie, muss das Fondsmanagement glaubhaft darlegen können, dass die Strategie so transparent ist, dass der Fondsinvestor vorab modellieren kann (Faktoranalyse), wie sich der Fonds insbesondere zur abzubildenden Allokation (gemessen an einem repräsentativen Index) allgemein und in bestimmten Marktphasen verhält. Das Fondsmanagement soll vor einer (Korrelations- oder Faktor-) Analyse durch den Fondselektor erläutern, wann und wieso es Abweichungen zur abzubildenden Allokation in der Vergangenheit gab und unter welchen Umständen diese in Zukunft wieder auftreten können.

Hiernach soll die rein quantitative Analyse des Fonds erfolgen, die sich darauf fokussieren soll, den Fonds hinsichtlich seiner Abbildungsqualität der abzubildenden Allokation zu untersuchen. Tracking Error und Tracking-Differenz sind nicht nur als Kennzahlen über einen aggregierten Zeitraum zu bestimmen, sondern sollen für mehrere Perioden innerhalb des Gesamtzeitraums untersucht werden.

Eine positive Selektion des Fonds findet statt, wenn sowohl die Aussagen des Fondsmanagements mit den eigenen Analysen übereinstimmen und darüber hinaus die Analysen ergaben, dass der Fonds die abzubildende Allokation angemessen abbilden kann. Letzter Punkt soll durch geringe Tracking Errors und Tracking-Differenzen über den gesamten betrachteten Zeitraum als auch über einzelne Periodenanschnitte gegeben sein.

Sofern eine institutionelle Anteilsklasse des Fonds vorhanden ist, soll diese selektiert werden.

Im Anschluss, nach der Selektion, findet eine fortlaufende Analyse statt, um eine Strategieveränderung (Style Drift) zu bemerken und in der Konsequenz den Fonds aus der Allokation zu nehmen.

Aktuell sehen wir keinen Bedarf für die Aufnahme nicht-börsennotierter Fonds in das Weltmarktportfolio.

---

[132] Eine Festlegung von fixen Kriterien zur Bestimmung von signifikanten Kontrahentenrisiken ist auf Grund des Umfangs dieser und der jeweils einzeln zu betrachteten Strategien nicht zweckmäßig. Als generelle Maßgabe für ein zu hohes Kontrahentenrisiko sollte der Vergleich zum minimal notwendigen Kontrahentenrisiko zur Umsetzung der jeweiligen Strategie herangezogen werden.

2.3.4. Annahmen, Adjustierungen, Sonderfälle und Abweichungen

2.3.4.1. Rohstoff-ETFs

Rohstoffe werden nicht direkt im Weltmarktportfolio implementiert, da diese physisch und damit nicht liquide abzubilden wären. Auf eine Abbildung mit Futurekontrakten bzw. mit Vehikeln, die Futurekontrakte zur Grundlage haben, wird ebenso verzichtet, da sogenannte Rolleffekte die Rendite von Rohstoffen verzerren können. Daher werden zur Umsetzung Aktien-ETFs genutzt, die die Rendite der Anlageklasse Rohstoffe möglichst gut abbilden sollen.

Für den Rohstoff Öl und allgemeiner für Energierohstoffe wird zum Portfoliostart ein ETF [133] verwendet, der Unternehmen umfasst, deren Geschäftsmodell und damit die Wertentwicklung der Aktien eine positive Abhängigkeit von der Ölpreis-Entwicklung aufweisen. Auf rein qualitativer Ebene wurden Öl und Gas fördernde Unternehmen, sogenannte Upstream-Unternehmen, als diejenigen ausgewählt, die den höchsten Gleichlauf zur Entwicklung der zugrundeliegenden Rohstoffe haben sollten. Damit wird bewusst auf die ausgleichende Wirkung von sinkenden Margen bei fallenden Ölpreisen und steigenden Margen durch Mid- und Downstream-Tätigkeiten von integrierten Ölkonzernen verzichtet. Das ist auch deshalb vertretbar, da solche Unternehmen in traditionellen Aktienindizes gut vertreten sind.

Analog zum Energiesegment wird der Rohstoffbereich Metalle oder allgemeine Grundstoffe über einen Aktien-ETF abgebildet, der Unternehmen umfasst, die eine positive Abhängigkeit von der Preisentwicklung der Grundstoffe haben. Auch hier wird darauf verzichtet ein Aktiensegment auszuwählen, bei dem ausgleichende Effekte durch die Diversifikation über Produzenten und Abnehmer gegeben sein könnte. Zum Start des Portfolios wird ein ETF [134] selektiert, der europäische sogenannte Basic Resources-Aktien umfasst.

Für das WMP S, das WMP S ex Bonds und das WMP S Stars wird das zu Jahresanfang 2017 wegfallende Segment Agrar teilweise dadurch kompensiert, dass eine Rohstoffallokation berücksichtigt wird. Da in den Portfolios US Aktien bereits überdurchschnittlich vertreten sind, wird zu europäischen Rohstoffaktien allokiert. Da es keinen europäischen Multi-Rohstoff Aktienindex bzw. ETF gibt, wird ein ETF auf Energieaktien, dem größten Rohstoffsegment, genutzt.

---

[133] iShares Oil & Gas Exploration & Production UCITS ETF, ISIN: DE000A1JS9C0 bzw. in Abhängigkeit der Relevanz von Steuermerkmalen der ComStage STOXX Europe 600 Oil & Gas NR UCITS ETF, ISIN: LU0378436447

[134] ComStage STOXX Europe 600 Basic Resources NR UCITS ETF, ISIN: LU0378435472

2.3.4.2. Private Equity-ETFs

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

Die Aktien einiger Private-Equity Manager[135] sind börsengelistet und werden bspw. im ETF auf den LPX Major Market Index abgebildet.[136] Hier ist zwar einer der Hauptrenditetreiber mittel- bis langfristig die Entwicklung der Investments, da über den Carried Interest partizipiert wird, aber operationelle Risiken des Managers, eine fortlaufende Management-Fee etc. können zu starken Abweichungen zur Rendite des Anlagesegmentes führen.

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

2.3.4.3. Agrarland-ETFs

Eine Abbildung von Land bzw. Agrarland ist derzeit über einen ETF (noch) nicht möglich. Um eine möglichst ähnliche Wertentwicklung dieser Anlageklasse abzubilden, wurde in 2016 ein ETF eingesetzt, der Aktien von Unternehmen enthält, deren Wertentwicklung von der Wertentwicklung von Agrarland – fast ausschließlich indirekt und mittelbar – abhängen. Der unterliegende Index setzt sich aus Unternehmen zusammen, die Eigentümer bzw. Pächter von Agrarland sind aber auch von solchen, die Saatgut, Chemikalien und Düngemittel herstellen oder Landmaschinen anbieten.

Aufgrund neuer Veröffentlichungen zum Weltkapitalstock ist dieses Anlagesegment ab 2017 nicht mehr in den Weltmarktportfolios vertreten, weil es unter die kritische Grenze von 2,5% gefallen ist.[137] Im Alternatives ETF-Portfolio wird das Segment jedoch weiterhin berücksichtigt, da der Anteil an den Alternatives weit über 2,5% liegt.

---

[135] Oder Sponsor genannt
[136] db x-trackers LPX MM® PRIVATE EQUITY UCITS ETF 1C, ISIN: LU0322250712
[137] Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016

2.3.4.4. Emerging Markets-Aktien-ETFs

Die Umsetzung der Emerging Market-Allokation wird über einen ETF vorgenommen, der den MSCI Emerging Markets Index abbildet. Wir halten den FTSE Emerging Markets Index aber für besser geeignet, um die Aktienmärkte der Schwellenländer zu repräsentieren, u.a. da Südkorea nicht als Schwellenland klassifiziert wird und Indien ein vergleichsweise höheres Gewicht erhält.

Da jedoch der Vanguard-ETF, der diesen Index abbildet (noch) nicht auf Xetra gelistet ist, wird auf einen MSCI Emerging Markets ETF zurückgegriffen. Die Umsetzung mit dem MSCI Emerging Markets Index ist auch vor dem Hintergrund gerechtfertigt, dass z.B. Südkorea nicht in den von uns genutzten Developed Market ETFs enthalten ist, die für andere Allokationen ebenso auf Basis der MSCI Indizes eingesetzt werden, so dass dieses Land kein übermäßiges Gewicht in der Allokation bekommt.[138]

2.3.4.5. Allgemeine Vorbemerkung zu Rückrechnungen von Diversifikator

Alle RETRO-Portfolios sind transparente, diversifizierte und systematisch-prognosefreie Strategien. Optimierungen der Asset Allokation und der Portfolios insgesamt wurden nicht vorgenommen. Es bedurfte daher keines multiplen Backtests oder gar einer historischen Optimierung, um die Portfolios zu erstellen.

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

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

Die Rückrechnungen beginnen mit dem Jahr 2008. In diesem Jahr trat mit der Finanzkrise die größte Verwerfung an den Finanzmärkten der letzten Jahrzehnte ein. Dieses Ereignis und dessen Auswirkungen auf die Portfolios wollten wir Interessenten unbedingt aufzeigen.

Grundsätzlich sollen die Rückrechnungen und die daraus resultierenden Kennzahlen für einen möglichst langen Zeitraum erfolgen. Dem entgegen steht die Verfügbarkeit von Daten. Für die

---

[138] Bei Verwendung des FTSE Emerging Markets ETFs und MSCI Indizes für die Developed Markets, wäre Südkorea im Weltmarktportfolio überhaupt nicht vertreten.

Rückrechnungen sollten die Zeitreihen der Instrumente genutzt werden, die auch in den Portfolios als Live-Positionen enthalten sind. Dabei handelt es bei den aktuellen Portfolios ausschließlich um europäische ETFs (UCITS). Einige der genutzten ETFs waren im Jahr 2008 noch nicht aufgelegt, können und werden in der Rückrechnung aber durch andere ETFs auf denselben Index oder auf einen ähnlichen Index abgebildet. Sofern solche Ersatz-ETFs nicht verfügbar waren, wurde auf andere Proxy-Zeitreihen zurückgegriffen, die die entsprechenden Allokationen annäherungsweise darstellen sollen.

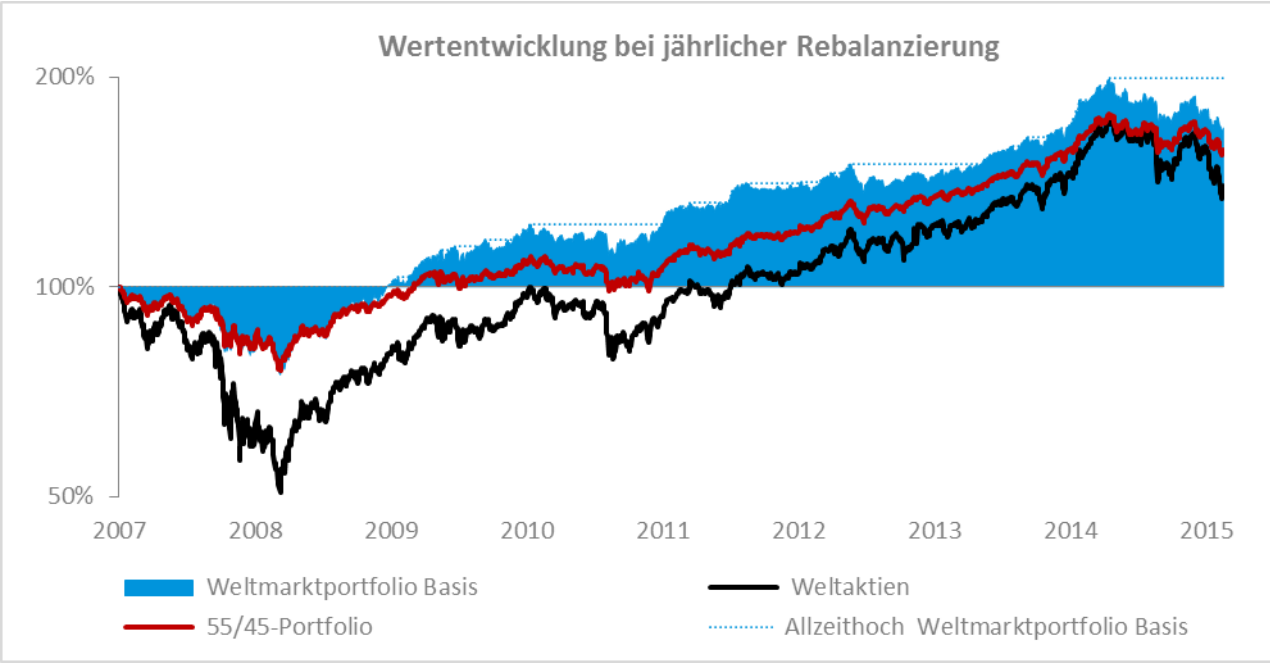
Die Asset Allokationen zu Beginn der Rückrechnungen entsprechen denen, die für den jeweiligen Live-Start der Portfolios festgelegt wurden, wenn keine Rebalanzierung angegeben ist. Ansonsten erfolgten Rebalanzierungen für die Rückrechnungen jeweils zum Jahresende. Das Enddatum der Rückrechnungen entspricht dem Startzeitpunkt des jeweiligen Live-Portfolios. Der Endzeitpunkt für Risikoklassen- (nach KIID-Methode) und Korrelationsberechnungen für Portfolios mit Auflagedatum in 2016 ist der 31.12.2015.

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

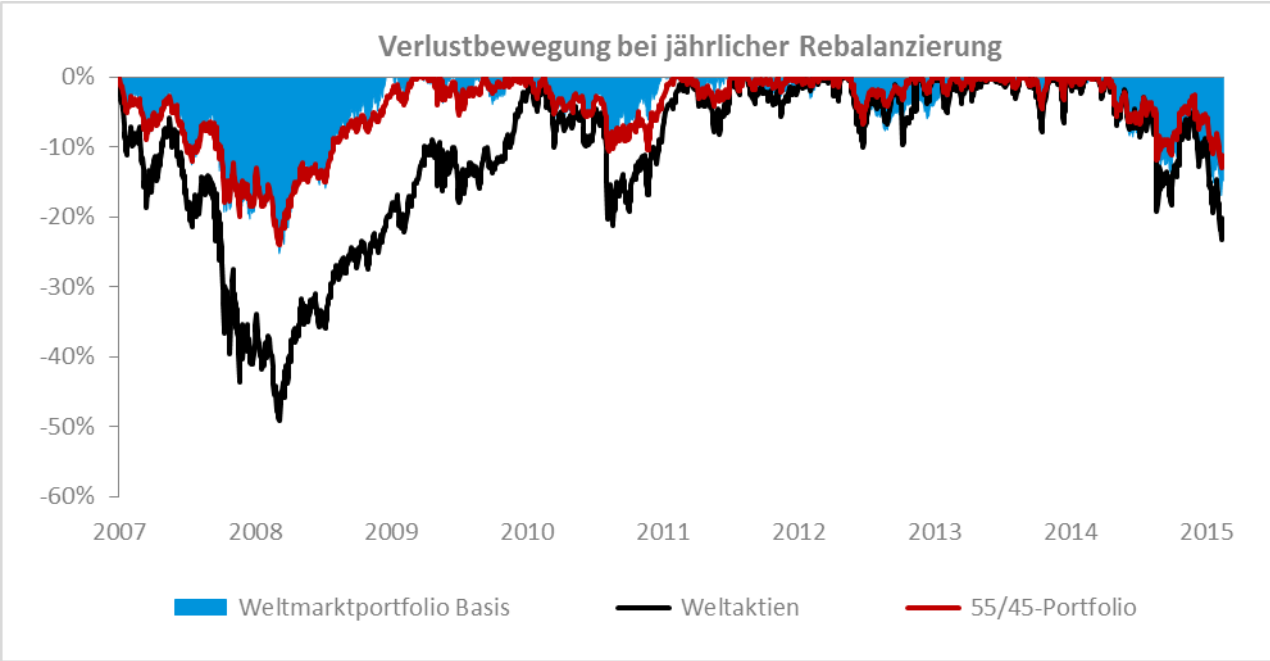
2.3.4.6. Rückrechnung des WMP Basis

Das Weltmarktportfolio Basis besteht zum Start aus 19 Anlagesegmenten, die jeweils mit einem ETF abgebildet werden. Startzeitpunkt war der 15.02.2016.

Wertentwicklung ohne Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio Basis
Weltaktien
55/45-Portfolio
Allzeithoch Weltmarktportfolio Basis


Wertentwicklung bei jährlicher Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio Basis
Weltaktien
55/45-Portfolio
Allzeithoch Weltmarktportfolio Basis

Verlustbewegung ohne Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio Basis
Weltaktien
55/45-Portfolio


Verlustbewegung bei jährlicher Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio Basis
Weltaktien
55/45-Portfolio

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

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

2.4. Diversifikator Weltmarktportfolio Basis Trend (Start 30.12.2016)

2.4.1. Einleitung und Vorgehen

Grundsätzlich können alle Diversifikator ETF-Portfolios mit Trendfolge umgesetzt werden. Die von uns getestete und gut funktionierende Methode ist im Dokument „Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen“ detailliert. Die für die Umsetzung benötigten Tageszeitreihen aller Diversifikator Portfolios finden sich auf www.diversifikator.com unter Rückrechnungen/Risiken im „Excel-Download: Historische Zeitreihen der Diversifikator Portfolios“.

Die Diversifikator Weltmarktportfolios sind stark diversifiziert, um unterschiedlichste Renditequellen zu erschließen. Wir halten Diversifikation auch für einen der wichtigsten und effizientesten Ansätze der Risikoreduktion. Die Diversifikator Weltmarktportfolios sind sowohl regional und nach Anlagesegmenten, vor allem durch meist hohe Anteile an „alternativen Aktien“, typischerweise besonders stark diversifiziert. Zur Messung der Diversifikation der Portfolios haben wir Faktoranalysen gemacht. Die – überwiegend relativ geringen - Abhängigkeiten der Portfolio-Rückrechnungen von bekannten Faktoren wie Value/Growth, Kapitalisierung und anderen Faktoren sind auf www.diversifikator.com dokumentiert.

Zur weiteren individuellen Risikobegrenzung wird Anlegern eine Kombination der Portfolios mit „Cash“ empfohlen. Selbst eine starke Diversifikation und Cash-Beimischungen schützt jedoch nicht vor teilweise hohen zwischenzeitlichen Verlusten, wie die Rückrechnungen unserer Portfolios zeigen.

Funktionierende Risikosteuerungssignale können helfen, die Portfolios noch risikoärmer zu machen. So kann der individuelle Cash-Anteil zugunsten der (Rendite-)Portfolios reduziert werden.

Wir haben zunächst unsere Anforderungen an solche Risikosignale bzw. Risikomanagementmodelle dokumentiert. Unsere Hauptanforderungen sind Robustheit und günstige Umsetzungskosten, also vor allem möglichst geringe Handelsaktivitäten, denn auf einen Derivate-Einsatz soll möglichst verzichtet werden.[139]

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

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

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

Wir erwarten, dass Reduktionen von Portfoliorisiken mit Reduktionen von Renditen gegenüber „Buy- and Hold" Portfolios einhergehen. Renditenachteile von risikogesteuerten versus „puren"

---

[139] Viele Anleger und auch Berater haben keine Erfahrungen mit Derivaten bzw. sind diesen gegenüber skeptisch eingestellt. Ein Test, ob Portfoliorisiken mit Derivaten einfach abgesichert werden können, wäre z.B. der Einsatz von Aktienmarktfutures bei Verkaufssignalen für die aggregierten Portfolio-zeitreihen. Eine solche Methode könnte die Handelskosten, die bei Verkauf und anschließendem Kauf aller ETFs eines Portfolios anfallen, erheblich reduzieren. Allerdings würde auch ein Mismatch bzw. Basisrisiko in Kauf genommen werden, da der „Hedge" bzw. das „Risiko-Overlay" alles andere als „perfekt" wäre. Da die Signalmethoden und die entsprechenden Zeitreihen online zur Verfügung gestellt sind, können diese Tests von Anleger bzw. Beratern selbst durchgeführt werden. Weiterführend siehe z.B. Söhnholz/Rieken/Kaiser (2010): „Asset-Allocation, Risiko-Overlay und Managerselektion" oder Söhnholz (2012): „Renditeorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung".

Portfolios treten typischerweise in Markterholungsphasen oder in Marktphasen auf, die eine Vielzahl an sogenannten Fehlsignalen im Risikomodell liefern. Und sogenannte „Flash-Crashs“, also sehr schnelle und heftige Verlustphasen, können mit den hier aufgezeigten Methoden kaum vermieden werden.

Als wichtigstes Beurteilungskriterium nutzen wir die Sharpe Ratio (nach Implementierungskosten), also die am häufigsten genutzte Kennzahl für die Beurteilung der risikoadjustierten Performance von Portfolios.

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

2.4.2. Risikomodell: 200-Tagelinie

2.4.2.1. Modellbeschreibung

Die 200-Tagelinie ist einer der meistbeachteten Indikatoren, insbesondere an den Aktienmärkten. Sie dient vor allem zur Bestimmung von Marktphasen. Liegt ein Kurs oberhalb seines 200-Tage-Durchschnitts, wird das als positiv gewertet, während ein Niveau unterhalb als negativ gewertet wird. Es handelt sich dabei „nur“ um die Annahme der Fortsetzung einer vergangenen Entwicklung und nicht um verlässliche (Richtungs-)Prognosen. Solche Ansätze haben sich über viele Jahrzehnte hinweg grundsätzlich bewährt. Allerdings sind auch lange Phasen von „Underperformance“ aufgetreten.

Erklärungen für den Erfolg trendfolgender Ansätze sind vor allem verhaltenswissenschaftlicher Art und stellen Herdenverhalten und Gier heraus. Allerdings gibt es keine überzeugenden Erklärungen, warum gerade 200 Tage am besten sind und nicht mehr oder weniger[140].

Solche trendfolgenden Signale führen bei Trendbrüchen regelmäßig zu Verlusten. Risikomanager versuchen daher oft, zusätzlich antizyklische Signale zu nutzen. Die Kombinationsmöglichkeiten von zyklischen und antizyklischen Signalen sind aber überaus vielfältig und wir kennen keine einfachen und robusten prognosefreien Ansätze, die sich empirisch bewährt haben.

2.4.2.2. Aufbau der Tests

Wir messen täglich, ob der jeweilige ETF oberhalb oder unterhalb der 200-Tagelinie notiert. Um die Nebenbedingung der Kosteneffizienz durch geringe Handelskosten der oben erwähnten Ziele schon auf Signalebene zu berücksichtigen, wird eine leichte Adjustierung vorgenommen. Erst wenn der ETF mindestens 1% über der 200-Tagelinie liegt, wird dieser nach einem Verkauf wieder gekauft. Umgekehrt wird ein ETF, der sich im Portfolio befindet, erst verkauft, wenn er mindestens 1% unterhalb seiner 200-Tagelinie notiert. Um die Handelsaktivitäten vor allem wegen der dadurch entstehenden Kosten aber auch wegen des Umsetzungsaufwands möglichst weiter zu verringern, müssen die oben genannten Bedingungen zwei Tage in Folge erfüllt sein, damit eine Positionsänderung stattfindet.

Die Ergebnisse nach ETF-Kosten ausgewiesen. Zusätzlich werden bei den risikogesteuerten Portfolios pauschal 2% Gebühren pro Jahr für Handelskosten abgezogen[141]. Die Performance der nicht-risikogesteuerten Vergleichsportfolios berücksichtigt dagegen nur die ETF-Kosten, d.h. es werden keine Handelskosten abgezogen, da für diese Portfolios nur sehr geringe Umschichtungen erwartet werden.

2.4.2.3. Risikomodell ohne Anleihen

Es gibt gute Gründe dafür, für bestimmte Anlagesegmente keine Risikosignale zu nutzen. So braucht man keine Risikosteuerung für Segmente, die sehr risikoarm sind. Man sollte auch keine

---

[140] Die o.g. Studie von Lempérière et al. nutzt monatliche Daten, dabei entspricht die 10 Monatsperiode der 200 Tagelinie, und findet für andere als die 10 Monatsperiode vergleichbare Ergebnisse

[141] 2% sind eine „Pauschale". Die individuellen Handelskosten hängen unter anderem von der Anlagesumme, der Häufigkeit von Umschichtungen (die sich bei den einzelnen Arten von Risikomodellen t.w. erheblich unterscheiden, wie die unten aufgeführten Analysen zeigen), der Depotverbindung, der Wahl von Handelsplätzen bzw. –Partnern, dem Timing etc. ab.

Risikosignale für Segmente nutzen, die sich nur selten stark verändern. Insbesondere für risikoarme Anleihen, die nur bei – in der Vergangenheit sehr seltenen - allgemeinen Marktzinsveränderungen ihre Trends ändern, macht die Nutzung von Risikosignalen also wenig Sinn[142]. Das zeigt auch unsere Erfahrung bei früheren Arbeitgebern.

Um diese These für die Diversifikator-Portfolios zu überprüfen, haben wir für das Weltmarktportfolio Basis[143] eine Variante getestet, bei der die Anleihen-Allokation immer fix im Portfolio gehalten wird und die Risikomodell-Signale (Trendfolge) nur auf alle anderen Anlagesegmente angewendet werden.

Die Kennzahlen widersprechen den aufgestellten Thesen nicht.

Die Rendite des WMP Basis Trend sinkt nach den angenommen Kosten von 2% p.a. auf 4,8% p.a. im Vergleich zu 6,6% p.a. im WMP Basis, welches ohne Kosten oberhalb der ETF-Ebene ausgewiesen wird. Die Volatilität sinkt ebenfalls von 8,6% auf 7,0%. Damit verringert sich die Sharpe Ratio von 0,78 auf 0,68. Der maximale Verlust sinkt auf 15,1% im Vergleich zu 22,3%. Die durchschnittliche Investitionsquote beträgt 83% und es werden weniger als 30 Transaktionen pro Jahr benötigt. Das ist dafür, dass insgesamt 19 ETFs im WMP Basis enthalten sind, sehr wenig. Unsere Kostenannahme von 2% p.a. ist damit für die meisten Anleger zu hoch angesetzt.

Besonders interessant ist aber die Analyse einzelner Unterperioden. So ist die Rendite in 2008 mit 0,8% positiv während im WMP Basis -18,3% angefallen wären. Mit +8,8% in 2009 und +11,9% in 2010 gelingt der Marktwiedereinstieg nach der Finanzkrise sehr gut. Die -1,3% in 2011 sind schlecht im Vergleich zu den +4,8% im WMP Basis aber sehr gut im Vergleich zu vielen anderen Trendfolgeprodukten. 2013 ist mit -1,4% akzeptabel im Vergleich zu 1,3% für das WMP Basis. In dem Jahr wirkt sich die Nichtanwendung der Trendfolge auf insgesamt negativ rentierende Anleihen nachteilig aus. Auch für die schwierige Trendfolgeperiode 2015/2016 (bis Juni) werden positive Renditen ausgewiesen[144].

Portfolio/Cash-Mischungen reduzieren Verluste im Portfolio verlässlich um die jeweiligen Cash-Quoten, wenn das Cash sicher angelegt ist. So bringt eine 50% Cash-Quote in der maximalen Verlustphase eines Portfolios eine Reduktion des maximalen Verlustes um 50% gegenüber dem passiven Portfolio ohne Cash mit sich. Bei ca. 2% Cashrendite seit Anfang 2008 und zusätzlich eingesparten Transaktionskosten hätten Portfoliomischungen mit Cash tendenziell bessere Renditen bei vergleichbaren Verlusten wie

---

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

[143] Dieses Portfolio ist eines von zunächst zweien mit Anleiheanteil über 25% und gleichzeitig einer besonders hohen Diversifikation und der besten Sharpe-Ratio in der Rückrechnung. Es ist also besonders schwierig zu „verbessern".

[144] Hinweis: Selbst wenn risikogesteuerte Portfolios in der Rückrechnung keine oder nur geringe Verluste gemacht haben, kann das in Zukunft der Fall sein.

risikogesteuerte Portfolios gebracht.[145] Positive Renditen mit Cash gibt es aber wohl auf absehbare Zeit in Deutschland nicht. Kombinationen mit 50% Cash im Portfolio führen daher bei positiven Basisportfoliorenditen nicht nur zu Risikoreduktionen, sondern auch sicher zu ca. 50% Renditereduktionen. Bei einer negativen Basisportfoliorendite wird die Gesamtrendite durch Cash-Beimischung dagegen erhöht.

2.4.3. Rückrechnung WMP Basis Trend mit adjustierter 200-Tagelinie auf Basis von Einzelallokationen

	WMP Basis Trend 200-Tage-Signal	WMP Basis	Weltaktien-ETF	55/45-Portfolio	30/70-Portfolio
Rendite	48,85%	72,85%	54,34%	59,51%	58,63%
Rendite p.a.	4,79%	6,65%	5,24%	5,65%	5,58%
Volatilität	7,00%	8,58%	20,43%	9,34%	5,61%
Sharpe Ratio (0%)	0,68	0,78	0,26	0,60	0,99
Maximaler Verlust	-15,1%	-22,8%	-49,2%	-22,1%	-8,6%
Trades insgesamt (davon Rebalancing)	249 (0)	---	---	---	---
Trades pro Jahr (davon Rebalancing)	29 (0)	---	---	---	---
Positionen (Durchschnitt)	14	19	1	2	2
Trades Pro Jahr und Position	2	---	---	---	---
Durchschnittliche Investitionsquote	83%	100%	100%	100%	100%
Durchschnittliche Cashquote	17%	---	---	---	---
Korrelationen Max / Mean / Min	---	1 / 0,9 / 0,5	0,8 / 0,5 / -0,2	0,9 / 0,5 / -0,2	0,9 / 0,4 / -0,1

Tabelle: Die Rendite- und Risiko-Kennzahlen des Weltmarktportfolio Basis Trend mit Risikomodell aus 200 Tagelinie (adjustiert) auf Einzel-ETF-Ebene werden denen des Weltmarktportfolio Basis gegenübergestellt. In den letzten drei Spalten sind die Kennzahlen für einen Weltaktien-ETF, ein Portfolio aus 55% Aktien und 45% Anleihen sowie ein sehr defensives Portfolio aus 30% Aktien und 70% Anleihen zum Vergleich gegeben.

[145] Vereinfachte Betrachtung z.B. ohne Steuern auf Zinseinnahmen zu berücksichtigen

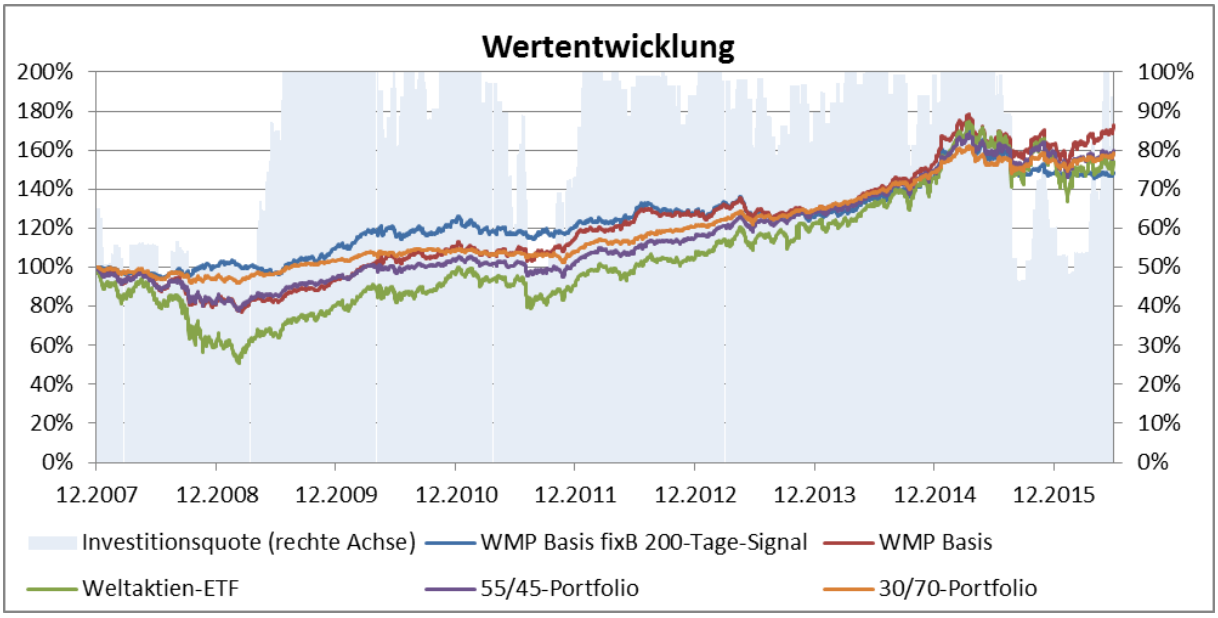


Chart: Auf der linken Achse werden die Wertentwicklungen des Weltmarktportfolio Basis Trend (=fixB) mit 200 Tagelinie-Risikomodell (adjustiert) auf Einzel-ETF-Ebene mit der des puren Weltmarktportfolio Basis, eines Weltaktien-ETFs, eines Portfolios aus 55% Aktien und 45% Anleihen sowie eines defensiven Portfolios aus 30% Aktien und 70% Anleihen verglichen. Die rechte Achse zeigt die Investitionsquote des Risikomodell-Portfolios im Zeitverlauf.

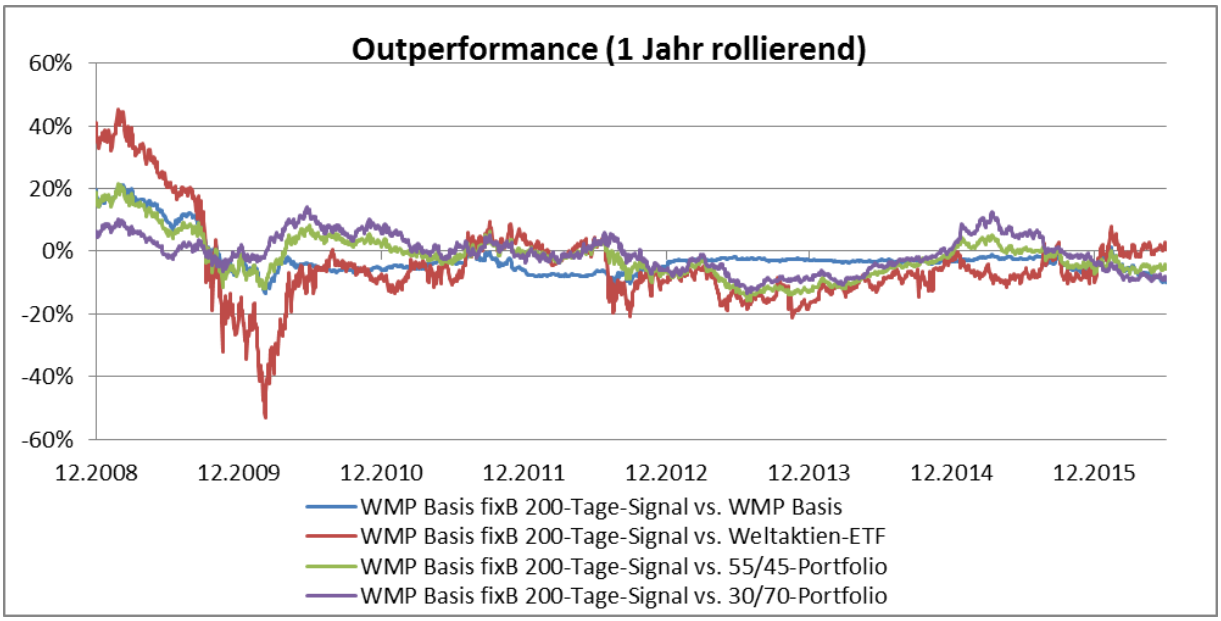


Chart: Die Outperformance über 1 Jahr (rollierende) des Weltmarktportfolio Basis Tend (=fixB) mit 200 Tagelinie-Risikomodell (adjustiert) auf Einzel-ETF-Ebene wird gegen das pure Weltmarktportfolio Basis, einen Weltaktien-ETF, ein Portfolio aus 55% Aktien und 45% Anleihen sowie ein defensives Portfolio aus 30% Aktien und 70% Anleihen verglichen.

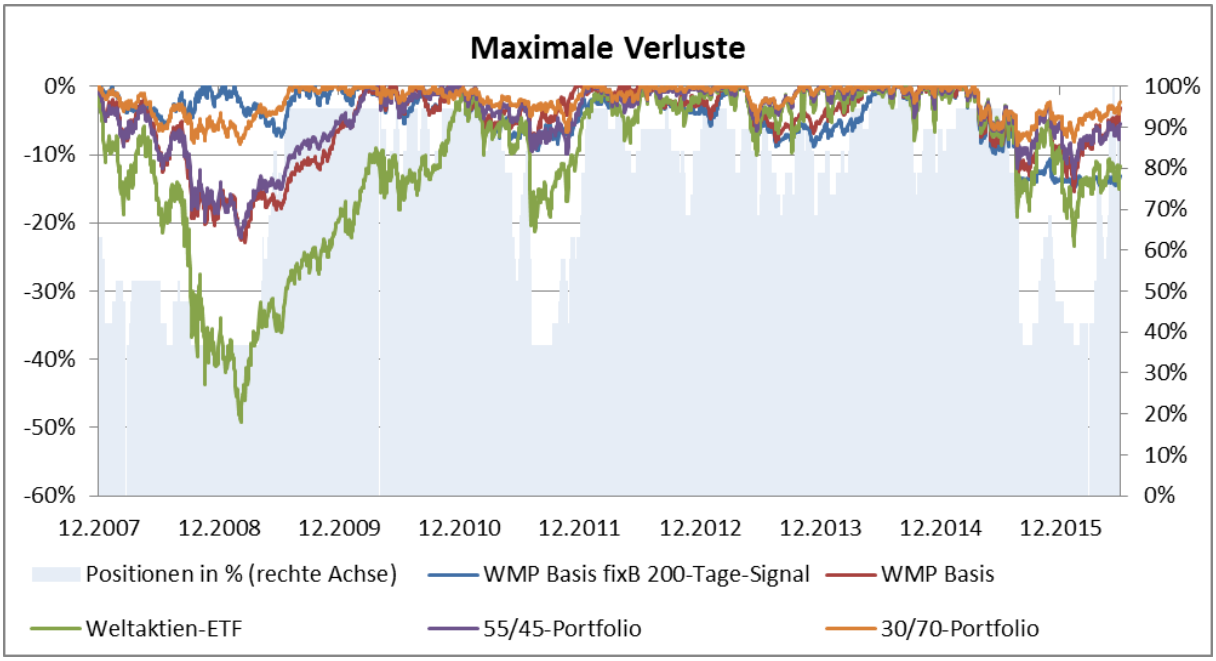


Chart 53: Auf der linken Achse werden die maximalen Verluste des Weltmarktportfolio Basis Fixed Bonds mit 200 Tagelinie-Risikomodell (adjustiert) auf Einzel-ETF-Ebene mit denen des puren Weltmarktportfolio Basis, einem Weltaktien-ETF, einem Portfolio aus 55% Aktien und 45% Anleihen sowie einem defensiven Portfolio aus 30% Aktien und 70% Anleihen verglichen. Die rechte Achse zeigt die Besetzung der Positionen (in %) im Portfolio mit Risikomodell im Zeitablauf.

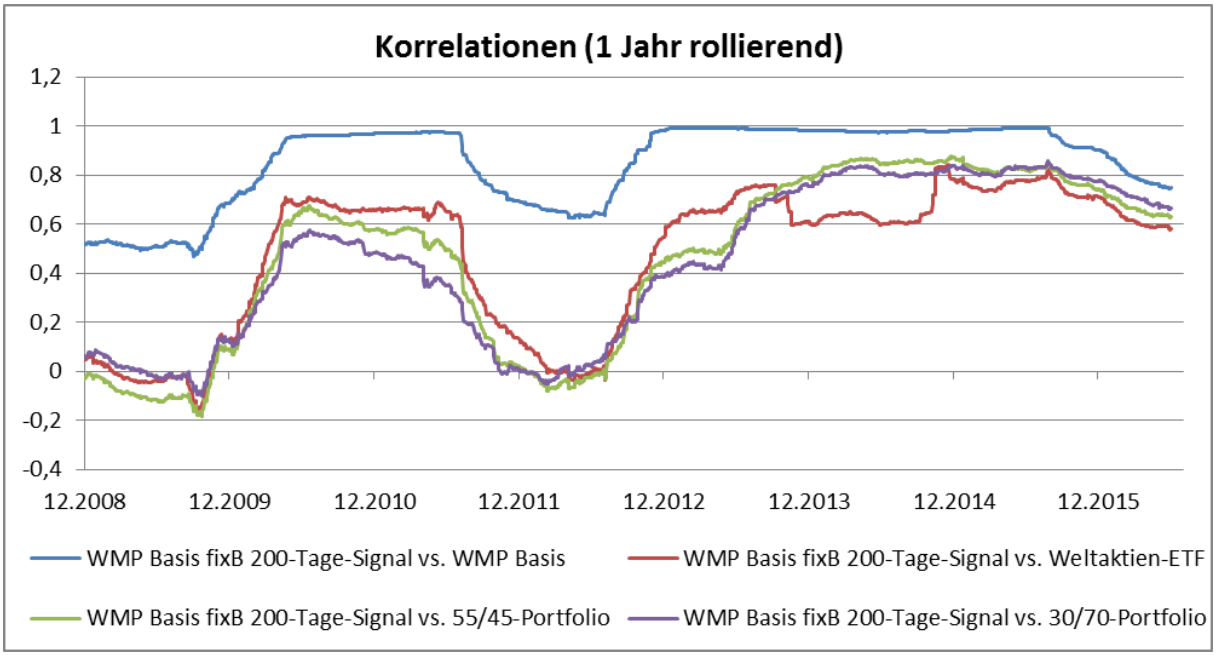


Chart: Die Korrelation über 1 Jahr (rollierende) des Weltmarktportfolio Basis Trend (=fixB) mit 200 Tagelinie-Risikomodell (adjustiert) auf Einzel-ETF-Ebene mit dem puren Weltmarktportfolio Basis, einem Weltaktien-ETF, einem Portfolio aus 55% Aktien und 45% Anleihen sowie einem defensiven Portfolio aus 30% Aktien und 70% Anleihen werden verglichen.

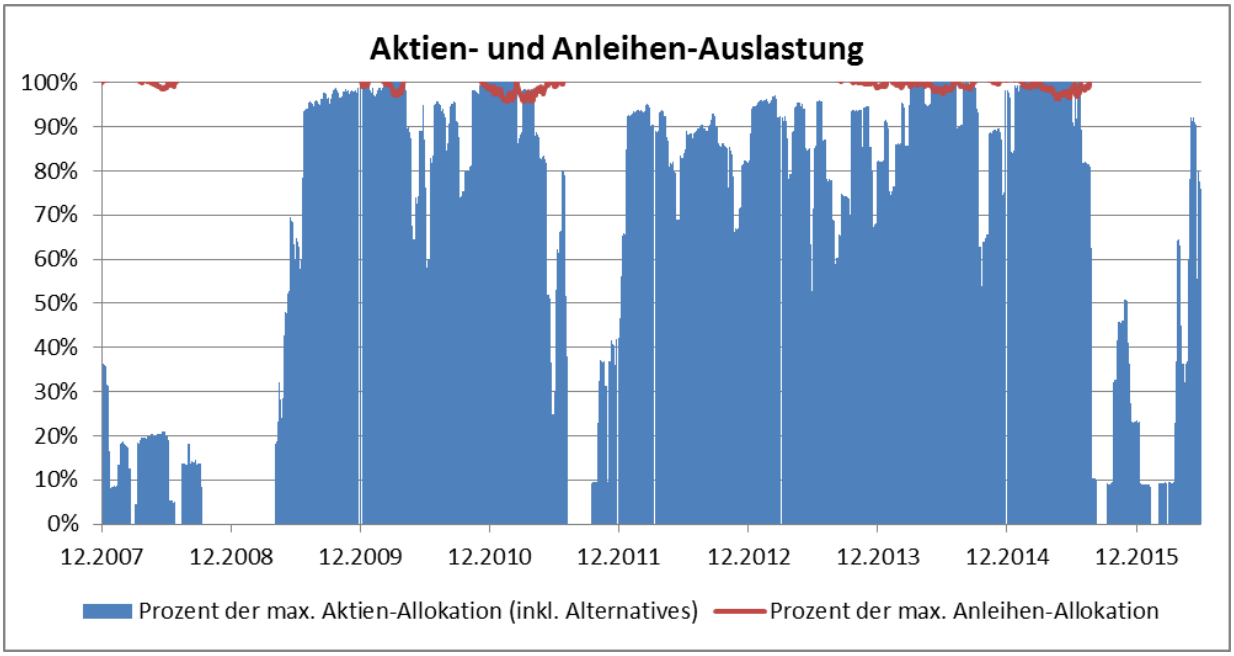


Chart: Die Aktien- und Anleihen-Auslastungen des Weltmarktportfolio Basis Trend (=fixB) mit 200 Tagelinie-Risikomodell (adjustiert) auf Einzel-ETF-Ebene werden in Prozent zu ihrer maximalen Soll-Allokation im Zeitverlauf angezeigt.

	Positionen Max / Mean / Min (von)	Inv.-Quote Aktien (inkl. Alternatives) Max / Mean / Min	Inv.-Quote Anleihen Max / Mean / Min	Investitionsquote Max / Mean / Min	Rendite WMP Basis Trend 200-Tage-Signal	Rendite WMP Basis	Rendite Weltaktien-ETF	Rendite 55/45-Portfolio	Rendite 30/70-Portfolio
2008	12 / 9 / 7 (19)	20% / 6% / 0%	50% / 46% / 44%	65% / 53% / 45%	0,78%	-18,28%	-38,13%	-16,57%	-5,03%
2009	18 / 13 / 7 (19)	55% / 30% / 0%	51% / 49% / 45%	100% / 78% / 49%	8,81%	14,61%	29,41%	13,37%	8,69%
2010	18 / 17 / 14 (19)	56% / 50% / 32%	49% / 46% / 44%	100% / 97% / 80%	11,93%	17,27%	20,60%	9,14%	4,77%
2011	18 / 13 / 7 (19)	57% / 31% / 0%	50% / 46% / 43%	100% / 77% / 47%	-1,30%	4,78%	-6,17%	-0,83%	0,07%
2012	18 / 16 / 12 (19)	52% / 46% / 23%	52% / 50% / 48%	100% / 96% / 73%	5,27%	10,03%	15,30%	12,13%	11,52%
2013	18 / 16 / 12 (19)	53% / 47% / 29%	49% / 46% / 44%	100% / 93% / 75%	-1,37%	1,30%	17,45%	11,52%	7,05%
2014	19 / 17 / 14 (19)	56% / 50% / 29%	47% / 45% / 44%	100% / 95% / 76%	16,02%	19,33%	18,48%	16,71%	15,12%
2015	18 / 14 / 7 (19)	57% / 39% / 0%	48% / 45% / 43%	100% / 84% / 46%	1,45%	6,41%	8,55%	6,48%	4,23%
06.2016	19 / 11 / 7 (19)	51% / 16% / 0%	52% / 49% / 47%	100% / 65% / 48%	0,54%	6,12%	-2,19%	0,27%	2,34%

Tabelle: Die ersten vier Spalten zeigen für jedes Kalenderjahr die maximalen, minimalen und durchschnittlichen Positionen, Aktien-, Anleihen- und Gesamt-Investitionsquoten für das Weltmarktportfolio Basis Trend mit Risikomodell aus 200 Tagelinie (adjustiert) auf Einzel-ETF-Ebene an. In den letzten fünf Spalten werden die Jahresrenditen des Weltmarktportfolio Basis mit Risikomodell aus 200 Tagelinie (adjustiert) auf Einzel-ETF-Ebene denen des passiven („puren“) Weltmarktportfolio Basis, eines

Weltaktien-ETF, eines Portfolios aus 55% Aktien und 45% Anleihen sowie eines sehr defensiven Portfolios aus 30% Aktien und 70% Anleihen gegenübergestellt.

2.5. Diversifikator Weltmarktportfolio Basis Income (Start 30.12.2016)

2.5.1. Asset Allokation

Das WMP Basis Income wurde für institutionelle Anleger entwickelt, die besonderen Wert auf regelmäßige Ausschüttungen legen und die keine derivatebasierten ETFs nutzen wollen. In allen anderen Belangen entspricht es dem Weltmarktportfolio Basis von Diversifikator.

Bei dem Weltmarktportfolio Basis handelt sich um ein researchbasiertes, kapitalgewichtetes Multi-Asset Portfolio, welches die aggregierten Kapitalanlagen aller Anleger weltweit nachbildet. Alternative und typicherweise illiquide Anlagen werden mit liquiden ETFs nachgebildet. Es werden nur ETFs mit deutschem Steuerreporting genutzt. Eines der wichtigsten Selektionskriterien sind niedrige Kosten der ETFs. Resultat ist ein Portfolio mit 18 ETFs von insgesamt fünf Anbietern. Es wird kein Währungshedging vorgenommen.

Wenn die Nachbildung der Weltmarktkapitalanlage perfekt wäre, müsste das Portfolio nie rebalanziert werden. Das Portfolio wird jedoch ein Mal pro Jahr intensiv auf mögliche Anpassungen geprüft. Für die unten aufgeführten Rückrechnungen wurden keine Rebalanzierungen durchgeführt.

2.5.2. ETF-Selektion

Das WMP Basis Income unterscheidet sich vom WMP Basis nur durch die konsequente Nutzung von ausschüttenden und nicht-synthetischen bzw. physischen ETFs, sofern solche verfügbar sind[146]. Die ETF-Selektion wurde ansonsten wie bei der Selektion für das ursprüngliche WMP Basis Portfolio durchgeführt und um Selektionskriterien für die Auswahl von ausschüttenden und physisch replizierenden ETFs ergänzt.

Bei mehreren gleichwertigen ausschüttenden und physisch replizierenden ETFs für ein Anlagesegment wurde zunächst das Kriterium „Ausschüttungsintervall" hinzugefügt. Damit wurde

[146] Zum Start des Portfolios ist nur ein Segment nicht mit einem ausschüttenden ETF abdeckbar

jeweils der ETF mit dem höchsten Ausschüttungsintervall selektiert, da ein Anleger, der bewusst ausschüttende ETFs sucht, ein höheres Ausschüttungsintervall bevorzugen sollte.

Zusätzlich wurde das Alter des ETFs als Selektionskriterium genutzt. Ein höheres Alter wird bevorzugt, da dahinter die Annahme steht, dass der ältere ETF breiter gehalten und von mehr Market Makern betreut wird. Das sollte einen günstigeren Handel ermöglichen.

2.5.3. Rückrechnung

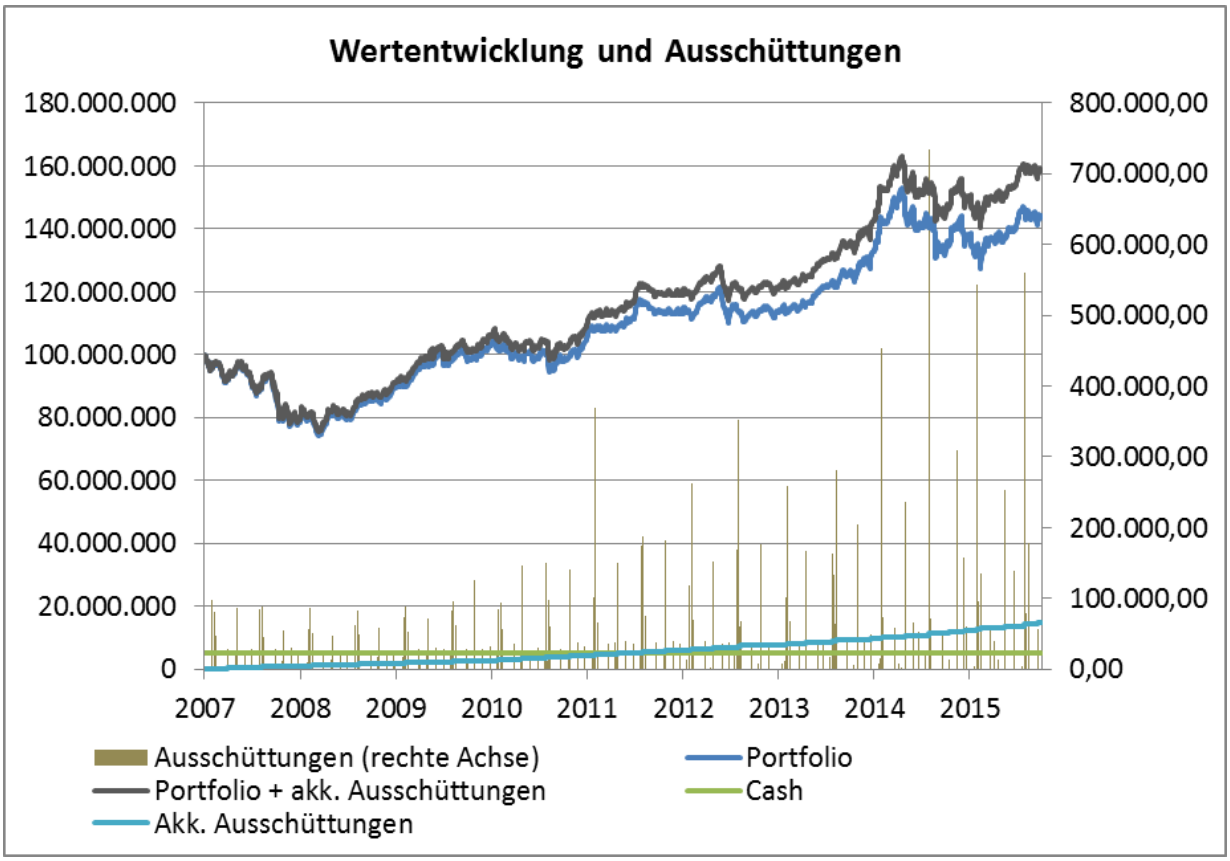
Die so im „Income" Portfolio enthaltenen ETFs haben zumeist ein späteres Start-Datum und damit eine kürzere Zeitreihen-Verfügbarkeit als die ETFs im Weltmarktportfolio Basis. Um diese Datenlücken zu schließen, werden die ETFs des WMP Basis als Proxies für ausschüttende und physisch replizierende ETRFs verwendet.

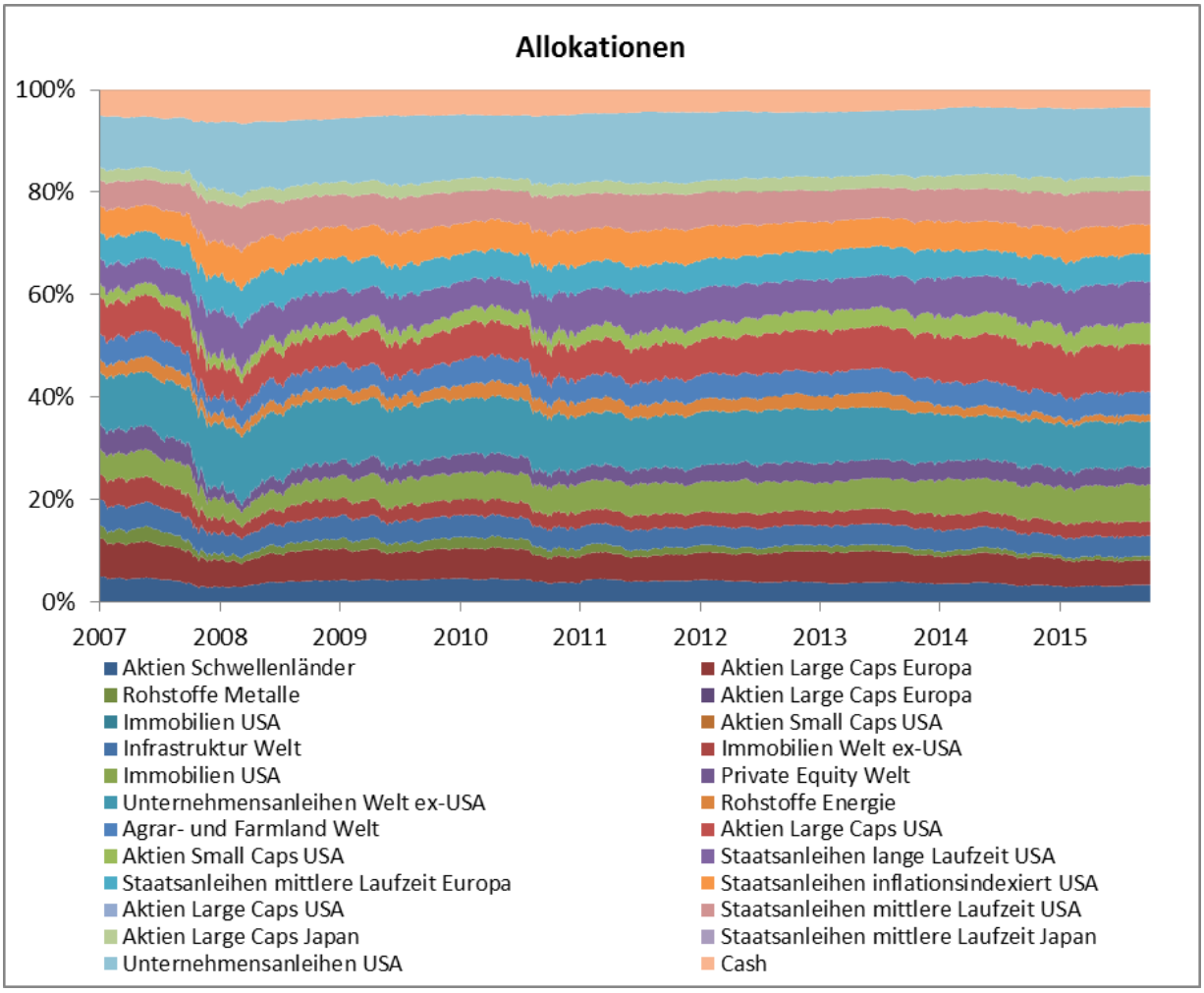
Die Ausschüttungen für die Proxy-Zeitreihen werden so simuliert, dass sie in Höhe (%, nominal) und Intervallen denen der selektierten ETFs für das Portfolio „Income" entsprechen. Anders als bei den Zeitreihen der für „Income" selektierten ETFs werden bei den Proxy-Zeitreihen Anteile („Shares") entsprechend der gewünschten Auszahlung verkauft. Hierfür wurden keine Handelskosten angesetzt, da es sich um fiktive Verkäufe handelt und echte Ausschüttungen auch keine Handelskosten mit sich bringen würden.

Das Intervall der Ausschüttungen für die Proxies wird auf Basis des jeweils aktuell für „Income" selektierten ETFs bestimmt. Bei jährlicher Ausschüttung wird eine Ausschüttung im Proxy-Zeitraum alle 255 Handelstage vorgenommen, erstmals 255 Tage vor der letzten Ausschüttung des aktuell selektierten ETFs. Bei halbjährlicher Ausschüttung liegen 128 Handelstage zwischen den Ausschüttungsdaten und bei quartalsweiser Ausschüttung sind es 64 Handelstage.

Da es für die Allokation „Staatsanleihen Japan" keinen ETF derzeit gibt, der die Underlyings physisch abbildet, wird diese Allokation offengelassen. Das bedeutet, dass die Soll-Allokation von 5% von Beginn an in Cash (zinslos) gehalten wird.

Rendite-Risiko-Kennzahlen inkl. angenommener Ausschüttungen zum Durchschnitt der letzten vier Ausschüttungen und Management-Fee von 0,25% p.a.:





	inkl. Ausschüttungen	ohne Ausschüttungen	Weltaktien-ETF
Rendite	58,8%	44,1%	61,6%
Rendite p.a.	5,4%	4,3%	5,6%
Volatilität	8,3%	8,7%	20,2%
Sharpe Ratio (0%)	0,65	0,49	0,28
Maximaler Verlust	-24,4%	-25,6%	-49,2%

	Rendite	Rendite ohne Ausschüttung	Portfolio-Bestand EUR (inkl. Cash)	Cash-Bestand EUR	Ausschüttungen EUR	Ausschüttungs-Rendite %	Portfolio + akk. Ausschüttungen EUR	Rendite Weltaktien-ETF	Outperformance
2008	-20,0%	-20,9%	79.070.871	5.000.000	937.727	0,9%	80.008.598	-38,1%	18,1%
2009	14,1%	13,2%	89.505.466	5.000.000	821.656	1,0%	91.264.849	29,4%	-15,3%
2010	15,8%	14,9%	102.848.596	5.000.000	1.060.393	1,2%	105.668.372	20,6%	-4,8%

2011	3,7%	2,5%	105.374.365	5.000.000	1.409.549	1,4%	109.603.690	-6,2%	9,9%
2012	8,5%	7,2%	113.000.300	5.000.000	1.743.511	1,7%	118.973.137	15,3%	-6,7%
2013	1,9%	0,4%	113.435.141	5.000.000	1.775.984	1,6%	121.183.961	17,4%	-15,6%
2014	17,6%	17,2%	132.901.835	5.000.000	1.842.726	1,6%	142.493.381	18,5%	-0,9%
2015	5,4%	3,9%	138.026.373	5.000.000	2.623.003	2,0%	150.240.922	8,5%	-3,1%
09.2016	5,7%	4,4%	144.077.366	5.000.000	2.458.886	1,8%	158.750.801	2,4%	3,3%

2.5.4. Zusammenfassung und Umsetzung

Auf Basis der letzten Jahre können Ausschüttungen von 1,5 bis 2,0% p.a. in Bezug auf die Assets am jeweiligen Jahresanfang erwartet werden. Die bis auf 2008 positiven Renditen des Portfolios nach Ausschüttungen hätten insgesamt Ausschüttungsmöglichkeiten von 1,9% in 2013 und in allen anderen Jahren mindestens 3,7% (ohne Verlust- bzw. Gewinnvorträge) ermöglicht.

Die Umsetzung des Portfolios kann bei grundsätzlich jeder Depotbank in einem „Managed Account“ bzw. über einen beliebigen Administrator auch in einem bestehenden Spezialfonds oder als separater Fonds erfolgen. Das Reporting für den Anleger erfolgt entsprechend über die Depotbank und den Administrator. Diversifikator nimmt dabei gegenüber der Depotbank und dem Administrator die typische Rolle eines institutionellen Consultants wahr, die bei Bedarf auch zusätzliches Reporting umfassen kann.

2.6. Weltmarktportfolio S (Start 15.2.2016)

Die Allokation des Weltmarktportfolios soll möglichst exakt mit möglichst wenig ETFs umgesetzt werden. „S“ steht für small. Das Portfolio hieß zuerst Weltmarktportfolio 7 für 7 enthaltenen ETFs).

Ziel ist es, Anlegern das Weltmarktportfolio zugänglich zu machen, die einmalig oder in Raten nur niedrige Beträge anlegen wollen[147]. Damit aus rund 20 oder mehr ETFs bei vollständiger Umsetzung eine Reduktion auf wenige ETFs erfolgen kann, müssen zusätzliche Annahmen getroffen werden und Allokationen ausgelassen werden. Dabei fokussiert die Umsetzung auf Investoren aus dem Euroraum.

[147] Der nominale NAV (Nettoinventarwert) des ETF hat Auswirkungen auf die minimale Allokationsgröße des ETFs im Portfolio, da zumeist nur in ganzen Stücken gekauft werden kann. Dies stellt eine erhebliche Beschränkung für Anleger mit geringen Anlagesummen dar, insbesondere wenn eine große Anzahl an ETFs im Portfolio enthalten sein soll.

Um geringere Umsetzungskosten und damit Mindestinvestments zu ermöglichen, wurde ab Anfang 2019 wurde die Mindestallokation zu einem ETF für kleine ETF Portfolios (unter 10 Anlagesegmenten bzw. ETFs) auf 7,5% hochgesetzt, so dass Small Caps und Rohstoffe als separate Segmente entfallen.

2.6.1. Aktien Welt

Der Gros der Aktienallokation soll über einen globalen Aktienindex abgebildet werden, der entsprechend der Allokation im Weltmarktportfolio nach Marktkapitalisierung gewichtet ist. Hier wird der MSCI All Country World Index verwendet.

2.6.2. Aktien Small/Mid-Caps

Um den Small/Mid-Cap-Anteil an der gesamten Aktien-Allokation zu repräsentieren, wird der Russell 2000-Index selektiert. Die Small/Mid-Cap-Allokation dient auch implizit dazu, die nicht vertretene Private Equity-Allokation zu kompensieren. Die gesamte Allokation erfolgt in US-Dollar, da die Währung mit Abstand die höchste Währungsposition bei Aktien und bei Private Equity darstellt.

Dieses Segment entfällt aufgrund zu geringer Allokation und damit zu geringem potentiellen Ergebnisbeitrag ab Anfang 2019.

2.6.3. Unternehmensanleihen

Die Allokation in Unternehmensanleihen wird durch einen ETF auf den Barclays Euro Corporate Bond Index dargestellt. In akademischen Studien wurde mehrfach gezeigt, dass bei Staats- und Investment Grade Unternehmensanleihen die Wechselkursveränderungen einen höheren Beitrag zur Volatilität liefern als das Investment in die Anleihen.[148]Daher wird eine Umsetzung der Allokation in amerikanische, europäische und andere Unternehmensanleihen durch einen ETF repräsentiert, der nur in Euro-Unternehmensanleihen investiert. Unternehmensanleihen, die in anderen Währungen denominiert sind, werden im Weltmarktportfolio S nicht berücksichtigt.

[148] Siehe auch die Anmerkungen zum Home Bias zu möglichen Adjustierungen des Weltmarktportfolios

2.6.4. Staatsanleihen

Analog zur Darlegung für Unternehmensanleihen wird in der Weltmarktportfolio-Umsetzung mit sieben ETFs auf einen Index für Staatsanleihen zurückgegriffen, der in mittelfristige Euro-Staatsanleihen investiert. Staatsanleihen anderer Währungsräume finden keine Berücksichtigung. Aus dem mittelfristigen Anlagehorizont (Duration) der Anleihen folgt, dass eine höhere Zinssensitivität im Portfolio entsteht als in der vollständigen Weltmarktportfolio-Allokation.

2.6.5. Immobilien

Die Allokation in Immobilien wird durch einen Index auf globale Immobilienfirmen und REITs abgebildet (Dow Jones Global Real Estate).

2.6.6. Infrastruktur

Die Allokation in globale Infrastruktur wird durch den NMX 30 Infrastructure Global Index dargestellt. Wie in der Dokumentation zur Selektion der Investment-Vehikel im Weltmarktportfolio beschrieben, wird hier ein börsengehandelter Proxy (Aktien-ETF) für eine nicht-börsengehandelte Anlageklasse (Infrastruktur) genutzt. Um ein möglichst geringes allgemeines Aktienmarktrisiko hinzuzufügen, wird – wie bei allen durch Proxy abgebildeten Anlagesegmenten - der konzentrierteste Index, der als ETF investierbar ist, gewählt. Dadurch soll die Wertentwicklung des ETF möglichst nah an dem der abzubildenden Allokation liegen, was allerdings mit einem erhöhten Einzelaktienbezogenen Risiko verbunden ist.

2.6.7. Agrar-/Farmland bzw. Rohstoffe

Der Begründung zur Abbildung nicht-börsengehandelter Allokation durch börsengehandelte Proxies folgend, wurde in 2016 analog zur Allokation in Infrastruktur auch für Agrar-/Farmland der konzentrierteste Index, der als ETF verfügbar ist, selektiert. Der zu Grunde liegende Index ist der S&P Commodity Producers Agribusiness Index.

Für das WMP S, das WMP S ex Bonds und das WMP S „Stars“ wird das zu Jahresanfang 2017 wegfallende Segment Agrar teilweise dadurch kompensiert, dass eine Rohstoffallokation berücksichtigt wird. Da in den Portfolios US Aktien bereits überdurchschnittlich vertreten sind, wird zu europäischen Rohstoffaktien allokiert. Da es keinen europäischen Multi-Rohstoff Aktienindex bzw. ETF gibt, wird ein ETF auf Energieaktien, dem größten Rohstoffsegment, genutzt.

Dieses Segment entfällt aufgrund zu geringer Allokation und damit zu geringem potentiellen Ergebnisbeitrag ab Anfang 2019.

2.6.8. Ausgelassene Allokationen im Weltmarktportfolio S

Auf Grund der Begrenzung auf nur wenige ETFs konnten nicht alle Allokationen aus dem vollständigen Weltmarktportfolio berücksichtigt werden. Während bis Ende 2018 Rohstoffe anfangs zumindest für das Agrarsegment implizit über die Position „Agrar-/Farmland" aber auch über die allgemeine Aktienallokation in der Allokation repräsentiert sind und Small Caps einen Teil der Private Equity-Allokation repräsentieren, wurden andere im breiten ETF-Portfolio vertretenen Segmente oder geografische Allokationen von im Portfolio WMP S bereits berücksichtigten Anlageklassen aus den oben genannten Gründen explizit nicht mit aufgenommen. Dazu zählen amerikanische und japanische Staatsanleihen, amerikanische Unternehmensanleihen und amerikanische inflationsgeschützte Staatsanleihen.

2.6.9. Home Bias im Weltmarktportfolio S

Das hier entwickelte Weltmarktportfolio Basis wird mit fast 20 ETFs umgesetzt. Selbst bei nur einer Rebalancing-Transaktion pro Jahr und Transaktionskosten von nur EUR 5 pro ETF-Kauf fallen so für kleine Investmentsummen relativ hohe Transaktionskosten an. Bei regelmäßigen Sparraten, die in ein solches Portfolio investiert werden sollen, werden die Transaktionskosten schnell prohibitiv hoch. Wir haben daher ein Portfolio entwickelt, welches mit möglichst wenigen ETFs eine dem o.g. Portfolio möglichst nahe Allokation ermöglicht. Da in diesem Fall nicht mehr ETFs für alle Regionen einzeln gekauft werden können und für mehrere Anlageklassen keine geeigneten Welt-ETFs zur Verfügung stehen, wurde entschieden, Anleihe ETFs auf den Euro-Raum zu beschränken. So wird eine Art Home Bias umgesetzt. Der Home Bias besagt, dass Investoren lieber in ihrem Heimatland bzw. ihrer Heimatregion investieren als weiter von der Heimat weg.

Der Home Bias ist in der Literatur ausführlich empirisch und theoretisch beschrieben worden. Eine allgemein akzeptierte theoretische Begründung, die den Home Bias-Effekt rechtfertigt, gibt es dennoch nicht. Zumeist wird der Home Bias-Effekt negativ bewertet und dementsprechend direkt die Empfehlung abgeleitet, das entsprechende Portfolio stärker zu diversifizieren, sprich die Neigung zu heimischen Assets zu reduzieren. Im Weltmarktportfolio S werden jedoch nur EURO denominierte Anleihen genutzt, weil der potentiell negative Währungseffekt durch die Aufnahme

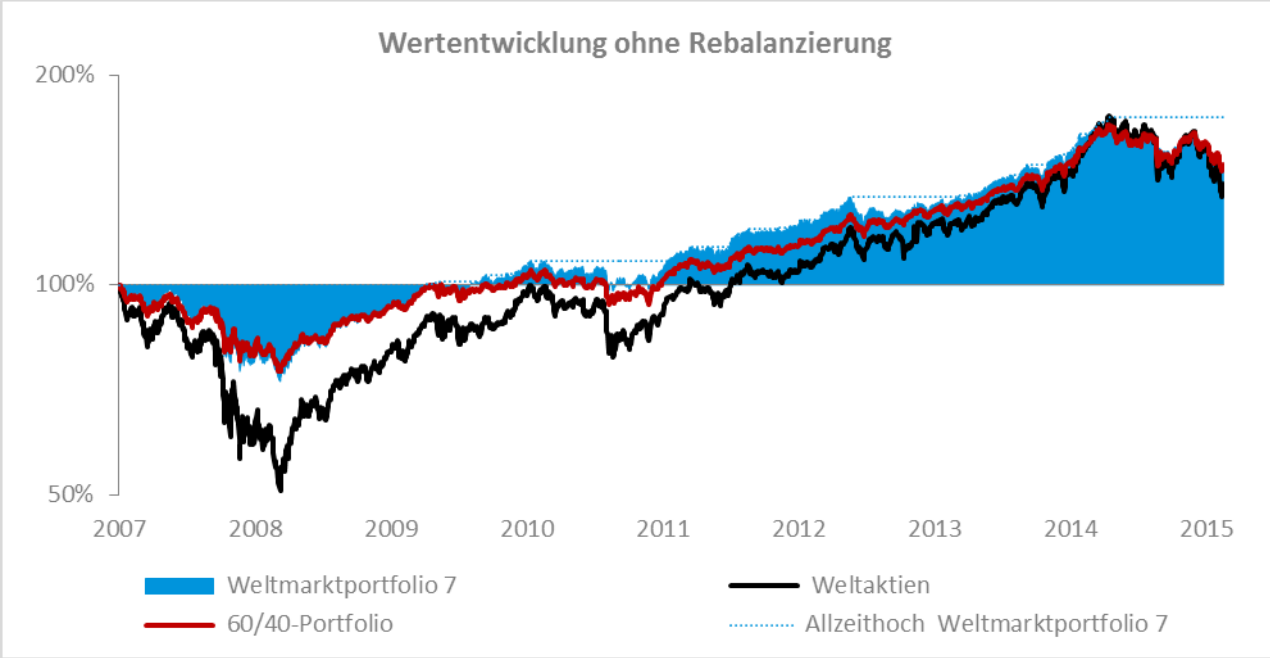
von Anleihen mit anderer Währung als höher eingeschätzt wird als der potentielle Zusatzgewinn durch Diversifikation über nicht EUR-Anleihen[149].

Das Weltmarktportfolio ist per Definition frei von einem Home Bias, da lediglich die aktuellen Marktkapitalisierungen der einzelnen Anlageklassen dargestellt werden sollen. Wie diese Marktkapitalisierungen und damit relativen Allokationen zustande kommen und ob diese gerechtfertigt sind, ist nicht gefragt.

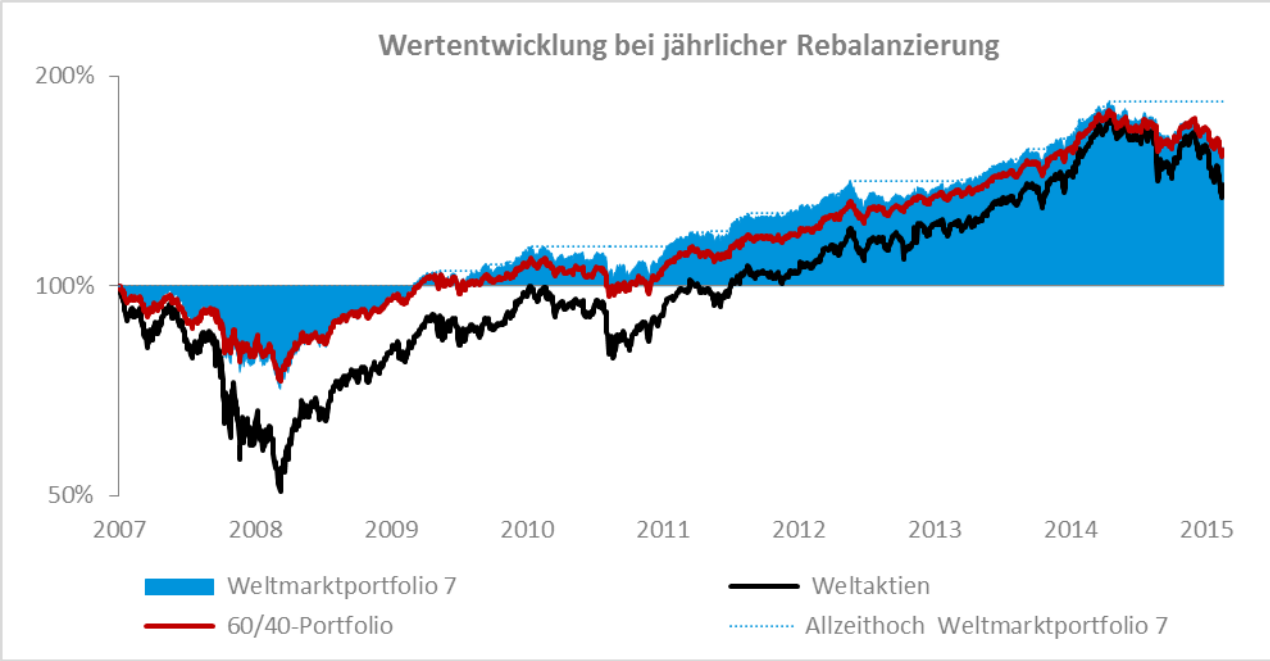
Das Weltmarktportfolio S (7) enthält zur einfacheren Umsetzung zum Start nur 7 ETFs. Startzeitpunkt war der 15.02.2016.

2.6.10. Rückrechnung des WMP S

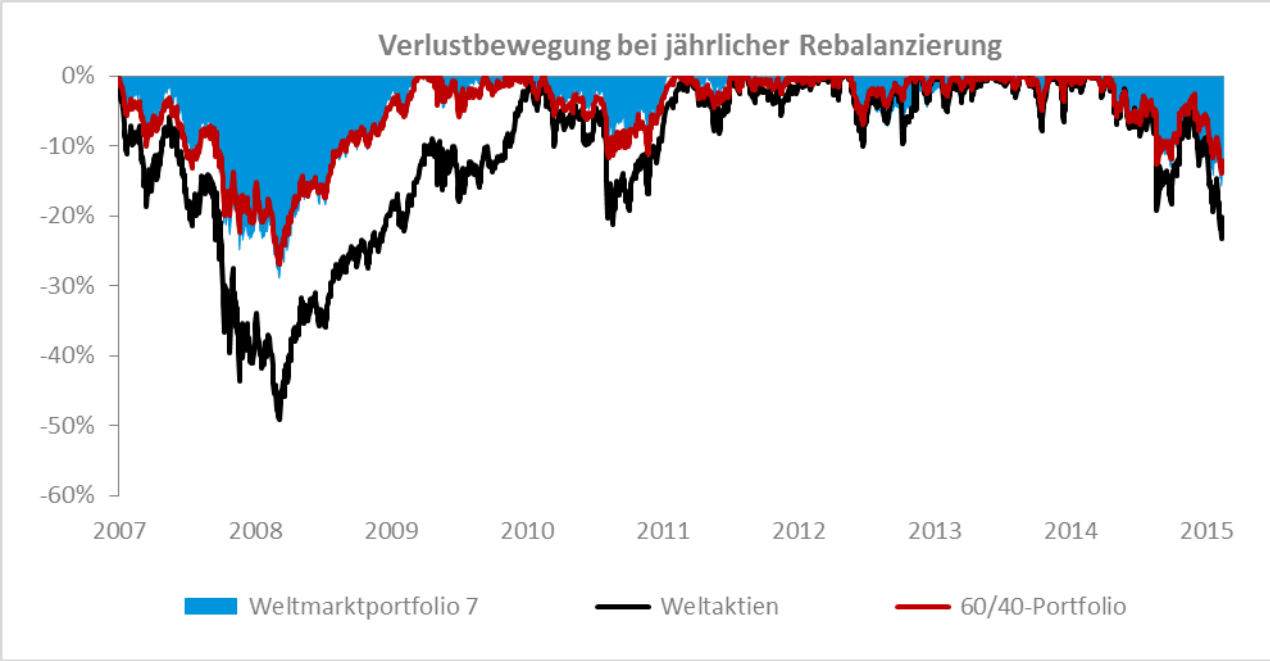
Das Portfolio ist als WMP 7 gestartet, wurde aber später in WMP S umbenannt.



[149] Diese Annahme gilt vor allem für Anlagesegmente mit relativ niedrigem Risiko bzw. niedriger Volatilität, nicht jedoch für Aktien. Siehe weitere oben zu Währungseffekten und Home Bias


Wertentwicklung bei jährlicher Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio 7
Weltaktien
60/40-Portfolio
Allzeithoch Weltmarktportfolio 7

Verlustbewegung ohne Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio 7
Weltaktien
60/40-Portfolio


Verlustbewegung bei jährlicher Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio 7
Weltaktien
60/40-Portfolio

	Ohne Rebalanzierung			Jährliche Rebalanzierung		
	Weltaktien	60/40-Portfolio	Weltmarkt-portfolio 7	Weltaktien	60/40-Portfolio	Weltmarkt-portfolio 7
Rendite	39,44%	48,69%	48,78%	39,44%	56,70%	57,93%
Rendite p.a.	4,12%	4,94%	4,95%	4,12%	5,61%	5,71%
Volatilität	20,51%	10,20%	9,38%	20,51%	10,85%	10,00%
Sharpe Ratio	0,20	0,48	0,53	0,20	0,52	0,57
Max. Verlust	-49,25%	-25,01%	-27,38%	-49,25%	-26,91%	-28,96%
Risikoklasse	5	4	4	5	4	4
2008	-38,13%	-18,87%	-21,42%	-38,13%	-18,87%	-21,42%
2009	29,41%	14,47%	18,93%	29,41%	17,44%	22,76%
2010	20,60%	10,11%	13,36%	20,60%	11,81%	15,42%
2011	-6,17%	-1,02%	-0,79%	-6,17%	-1,20%	-0,85%
2012	15,30%	12,26%	15,87%	15,30%	12,40%	16,12%
2013	17,45%	12,46%	7,07%	17,45%	13,39%	7,50%
2014	18,48%	17,03%	18,81%	18,48%	17,09%	18,78%
2015	8,55%	6,93%	2,34%	8,55%	6,89%	2,46%
2016*	-11,63%	-7,01%	-6,16%	-11,63%	-6,67%	-5,83%

Korrelationen der Tagesrenditen							
AQR High Minus Low Devil Global	AQR Small Cap Global	AQR Quality Minus Junk Global	Öl	EUR/USD	Staats-Anleihen Europa	US Zinskurve 10 Jahre	Aktien-Spread China-USA
0,37	-0,19	-0,56	0,25	-0,11	0,1	0,31	-0,3
0,66	0,58	0,64	0,65	0,57	0,79	0,59	0,6
Energie-Sektor	Biotech-Sektor	Gesundheits-Sektor	Banken-Sektor	Versorger-Sektor	Large Cap Aktien USA	Large Cap Aktien Europa	Large Cap Aktien Deutschland

2.7. Weltmarktportfolio S ex Bonds (Start 1.4.2016)

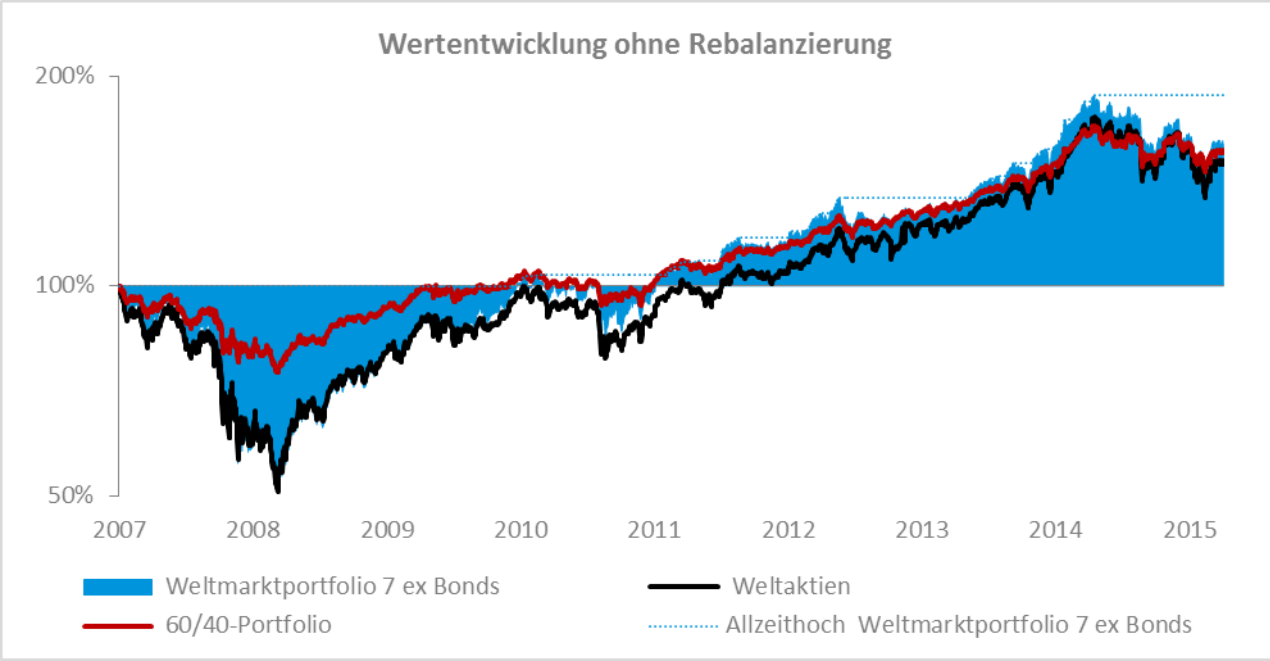
2.7.1. Konzept des WMP S ex Bonds

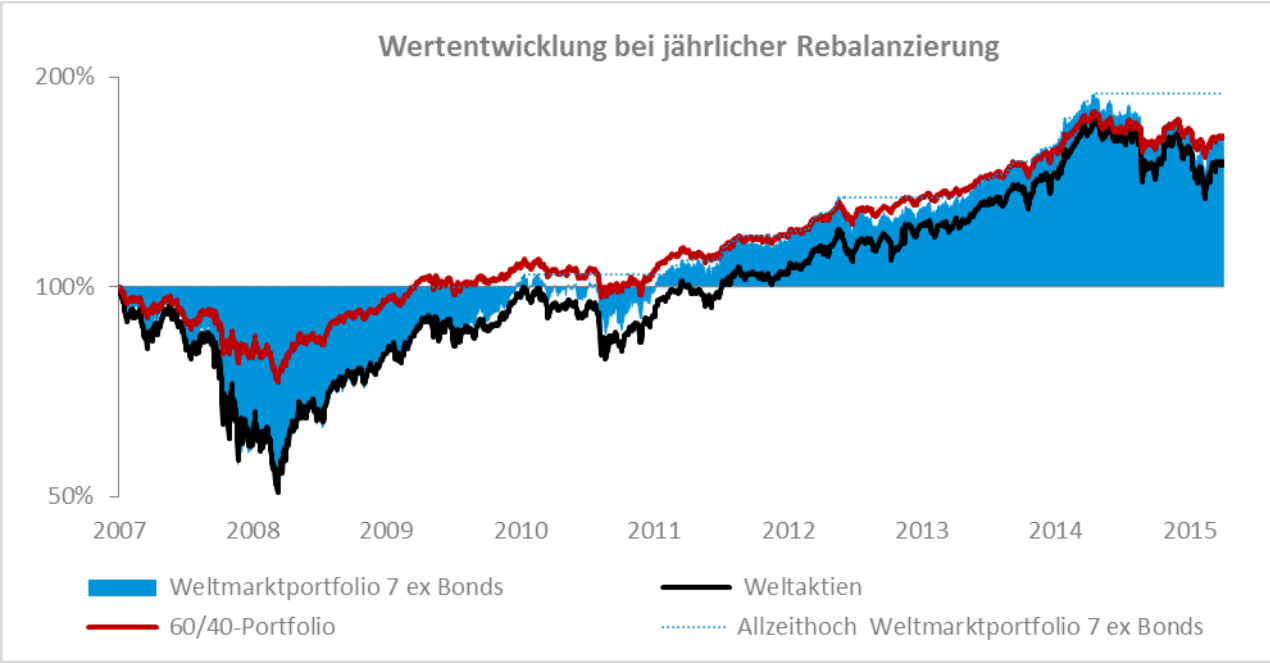
Das Weltmarktportfolio S ex Bonds wurde für Anleger entwickelt, die keine Anleihen in ihren Portfolios haben möchten bzw. die Anleihen selbst selektieren möchten. Einige Anleger wollen Anleihen komplett vermeiden, weil sie Zinsanstiege erwarten, die zu Kursrückgängen bei Anleihen führen. Andere Anleger mögen keine Anleihe-ETFs, weil fast alle Anleihe-ETFs Indizes folgen, die Anleihen von Schuldnern mit höheren Verschuldungen höher gewichten als solche mit niedrigen Schulden. Hinzu kommt, dass wir vor der Entwicklung dieses Portfolios keines im Angebot hatten, welches die höchsten KIID Risikoklassen abdeckt.

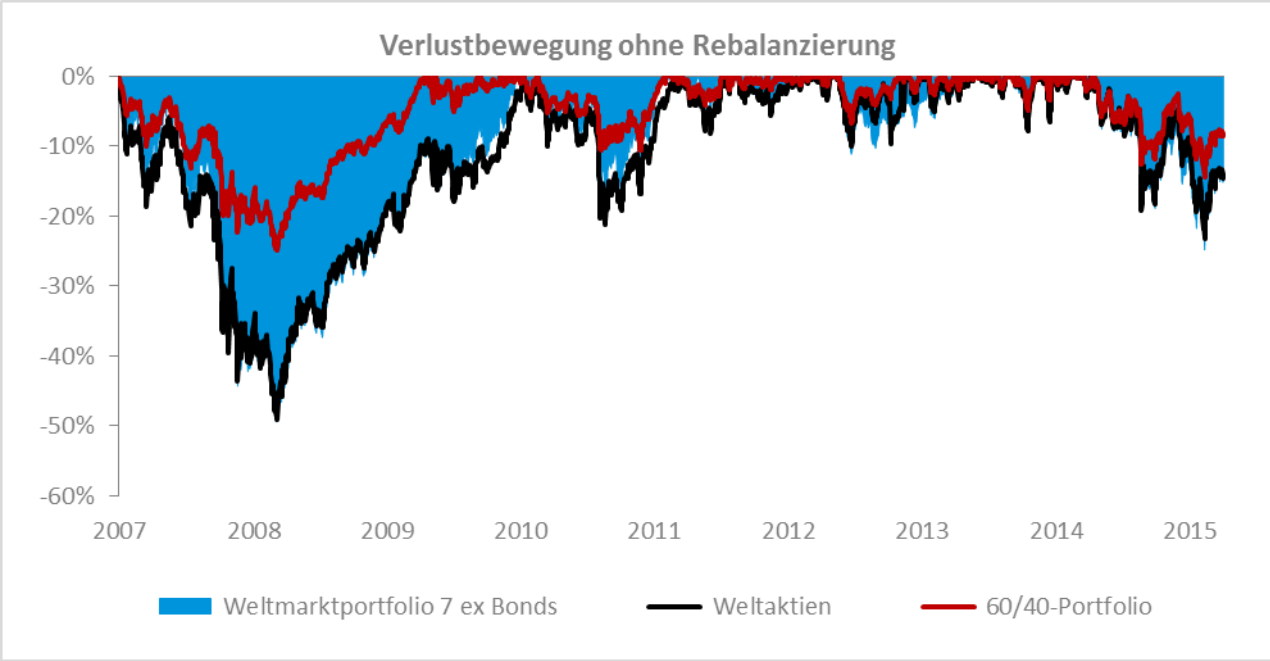
Das Weltmarktportfolio S ex Bonds besteht zu Beginn aus den 5 nicht-Bond (=Anleihen) ETFs aus dem Weltmarktportfolio S. Die Gewichtung der 5 ETFs im Portfolio wurde proportional erhöht, so dass sich die Gewichtung wiederum am Weltmarktportfolio Basis orientiert.

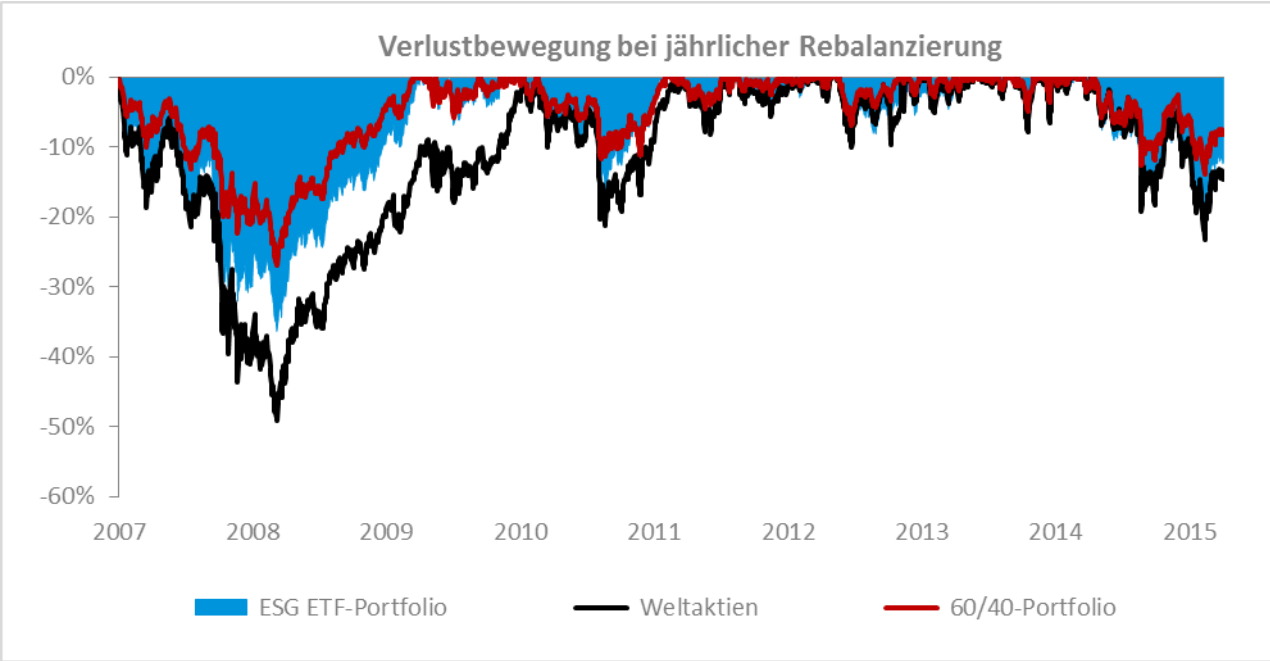
2.7.2. Rückrechnung des WMP S ex Bonds

Das Portfolio ist als WMP 7 ex Bonds gestartet, wurde dann aber gleichzeitig mit dem WMP 7 in WMP S ex Bonds umbenannt.


Wertentwicklung ohne Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio 7 ex Bonds
Weltaktien
60/40-Portfolio
Allzeithoch Weltmarktportfolio 7 ex Bonds


Wertentwicklung bei jährlicher Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio 7 ex Bonds
Weltaktien
60/40-Portfolio
Allzeithoch Weltmarktportfolio 7 ex Bonds


Verlustbewegung ohne Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio 7 ex Bonds
Weltaktien
60/40-Portfolio


Verlustbewegung bei jährlicher Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
ESG ETF-Portfolio
Weltaktien
60/40-Portfolio

	Ohne Rebalanzierung			Jährliche Rebalanzierung		
	Weltaktien	60/40-Portfolio	Weltmarkt-portfolio 7 ex Bonds	Weltaktien	60/40-Portfolio	Weltmarkt-portfolio 7 ex Bonds
Rendite	49,04%	55,34%	60,29%	49,04%	63,52%	62,11%
Rendite p.a.	4,89%	5,41%	5,81%	4,89%	6,06%	5,96%
Volatilität	20,48%	10,21%	17,54%	20,48%	10,84%	17,51%
Sharpe Ratio	0,24	0,53	0,33	0,24	0,56	0,34
Max. Verlust	-49,25%	-25,01%	-49,49%	-49,25%	-26,91%	-49,19%
Risikoklasse	5	4	5	5	4	5
2008	-38,13%	-18,87%	-39,51%	-38,13%	-18,87%	-39,51%
2009	29,41%	14,47%	32,52%	29,41%	17,44%	33,07%
2010	20,60%	10,11%	24,66%	20,60%	11,81%	24,77%
2011	-6,17%	-1,02%	-1,97%	-6,17%	-1,20%	-1,90%
2012	15,30%	12,26%	18,42%	15,30%	12,40%	18,45%
2013	17,45%	12,46%	10,85%	17,45%	13,39%	11,14%
2014	18,48%	17,03%	23,27%	18,48%	17,09%	23,14%
2015	8,55%	6,93%	3,27%	8,55%	6,89%	3,59%
2016*	-5,55%	-2,85%	-2,08%	-5,55%	-2,60%	-2,01%

Korrelationen der Tagesrenditen							
AQR High Minus Low Devil Global	AQR Small Cap Global	AQR Quality Minus Junk Global	Öl	EUR/USD	Staats-Anleihen Europa	US Zinskurve 10 Jahre	Aktien-Spread China-USA
0,43	-0,21	-0,59	0,28	-0,63	-0,06	0,36	-0,31
0,69	0,58	0,66	0,69	0,6	0,83	0,62	0,63
Energie-Sektor	Biotech-Sektor	Gesundheits-Sektor	Banken-Sektor	Versorger-Sektor	Large Cap Aktien USA	Large Cap Aktien Europa	Large Cap Aktien Deutschland

2.8. Weltmarktportfolio S „Stars“ (Start 2.5.2016)

2.8.1. Konzept des WMP S „Stars“

Das Weltmarktportfolio S „Stars“ (WMP S „Stars“ oder WMP Stars) wurde für Anleger entwickelt, die einen besonderen Wert auf gute Performance in der Vergangenheit und auf quantitative Fondsanalysen legen. Das Weltmarktportfolio S „Stars“ ist aus dem Weltmarktportfolio S (WMP S) abgeleitet. Im Unterschied zum WMP S werden nur ETFs in das WMP S „Stars“ aufgenommen, welche über ein Top Rating einer international anerkannten und in Deutschland stark genutzten Fondsratingagentur verfügen. Das Rating soll von deutschen Anlegern jederzeit kostenlos nachprüfbar sein und die Ratingkriterien müssen komplett offengelegt werden. Kostenlos nachprüfbare und transparente Ratings von in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen ETFs bietet in Deutschland zur Zeit nur Morningstar an (s. www.morningstar.de; öffentliche Ratings des deutsche Fondsratingspezialisten Feri s. www.feri-fund-rating.com).

Zur Aufnahme in das WMP S „Stars“ muss ein ETF mindestens über ein 4 oder 5 Sterne Rating von Morningstar verfügen[150]. Zum Startzeitpunkt[151] des WMP S erfüllen drei ETFs nicht die 4 oder 5 Sterne Kriterien-Anforderung, nämlich die ETFs für die Anlagesegmente Aktien Small Caps USA, Agrar- und Farmland Welt (in 2016) sowie Infrastruktur Welt.

Um diese Anlagesegmente trotzdem mit sehr gut gerateten ETFs abzudecken, wird zunächst nach ETFs mit mindestens 4 Sternen auf denselben Index gesucht, der im WMP S als Basis für den

[150] „Das viel beachtete Morningstar Sterne Rating ist das Ergebnis einer quantitativen Analyse und hat das Ziel, die Performance vergleichbarer Fonds unter Berücksichtigung von Kosten und Risiken zu bewerten. ....Die 10 Prozent der Fonds mit der besten risikoadjustierten Rendite bekommen fünf Sterne, die folgenden 22,5 Prozent erhalten vier“ (siehe Ali Masarwah: Fonds-Rating ist nicht gleich Fonds-Rating, Morningstar Fondsresearch vom 10.1.2013).
[151] Zum 02.05.2016

relevanten ETF genutzt wurde. Findet sich dennoch kein ETF, der über ein entsprechendes Rating verfügt, werden innerhalb des Anlagesegments ETFs alternative Indizes herangezogen. Bei der Selektion der Indizes werden dieselben Regeln angewendet, wie sie auch beim WMP S und WMP Basis genutzt werden. Für liquide Anlageklassen werden die Indizes, die durch ETFs abgebildet werden, nach ihrer Diversifikation innerhalb des Anlagesegments sortiert. Nach dem Wasserfallprinzip wird der erste Index selektiert, auf den ein ETF existiert, der mindestens 4 Sterne trägt. Haben mehrere ETFs die gleiche Anzahl an Sternen, wird die Selektion gemäß den Regeln für ETF-Selektion nach dem Weltmarktporfolio Basis (analog WMP S) vorgenommen.

Zum Start des WMP S „Stars" Portfolio konnte ein ETF eines anderen Emittenten auf einen alternativen Index für das Anlagesegment Aktien Small Caps USA selektiert werden. Ebenso konnte ein ETF auf einen alternativen Index für das Anlagesegment Infrastruktur Welt ausgewählt werden. Für das Anlagesegment Agrar- und Farmland Welt ist zum Start des Portfolios kein passender ETF vorhanden.

Allokationen, für die kein ETF selektiert werden kann, werden auf alle anderen Allokationen pro Rata aufgeteilt. Dabei ist die Soll-Allokation des WMP Stars Portfolios maßgeblich Basis.

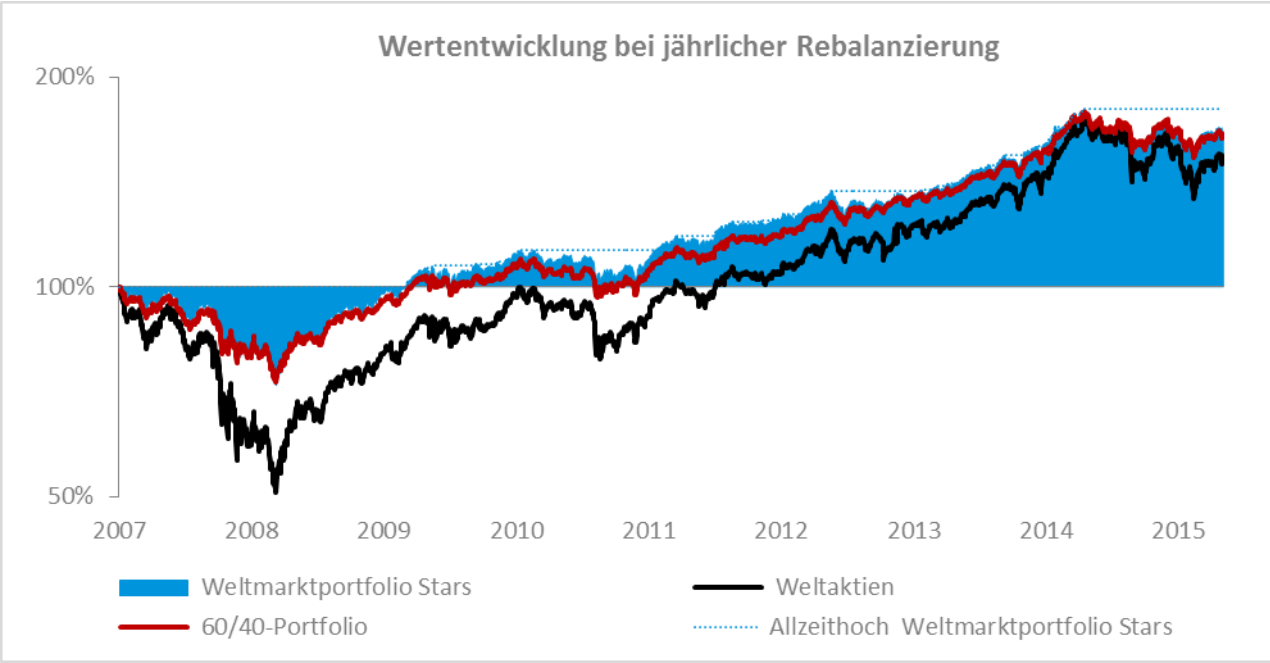
Die Sterne-Überprüfung erfolgt monatlich[152]. Wenn ein ETF, der zuvor selektiert wurde, unter 3 Sterne fällt, wird die Allokation nicht besetzt und die freien Mittel auf alle anderen Allokationen zum nächstmöglichen Handelstag pro Rata ihrer Soll-Allokationen aufgeteilt. Wird bei der Überprüfung ein ETF nach obigen Kriterien für ein Anlagesegment selektiert, das zuvor nicht besetzt werden konnte oder auf Grund eines ETFs, der gerade unter 3 Sterne fiel, nicht besetzt wäre, wird dieses Anlagesegment mit der Soll-Allokation (adjustiert um gegebene Aufstockungen aus freien Allokationen) umgesetzt. Die Umsetzung erfolgt ebenfalls zum nächstmöglichen Handelstag.

Zum Jahresende werden alle Anlagesegmente überprüft und ETFs entsprechend den oben beschriebenen Kriterien selektiert und ggf. ausgetauscht.

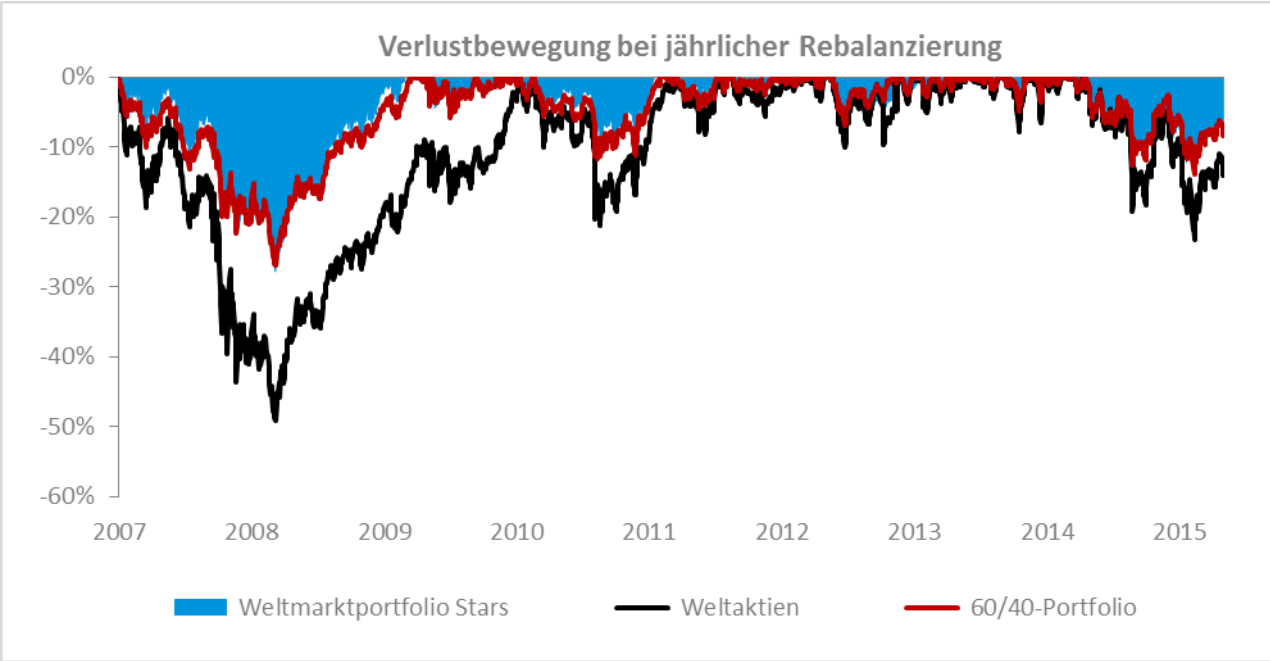
2.8.2. Rückrechnung des WMP S

[152] Ab Anfang 2018 nur noch einmal jährlich auf Basis der Ratings zum Stand Ende November

Wertentwicklung ohne Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio Stars
Weltaktien
60/40-Portfolio
Allzeithoch Weltmarktportfolio Stars


Wertentwicklung bei jährlicher Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio Stars
Weltaktien
60/40-Portfolio
Allzeithoch Weltmarktportfolio Stars

Verlustbewegung ohne Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio Stars
Weltaktien
60/40-Portfolio


Verlustbewegung bei jährlicher Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio Stars
Weltaktien
60/40-Portfolio

	Ohne Rebalanzierung			Jährliche Rebalanzierung		
	Weltaktien	60/40-Portfolio	Weltmarkt-portfolio Stars	Weltaktien	60/40-Portfolio	Weltmarkt-portfolio Stars
Rendite	50,35%	55,68%	59,61%	50,35%	63,78%	66,93%
Rendite p.a.	4,95%	5,38%	5,70%	4,95%	6,02%	6,26%
Volatilität	20,44%	10,21%	9,24%	20,44%	10,83%	9,82%
Sharpe Ratio	0,24	0,53	0,62	0,24	0,56	0,64
Max. Verlust	-49,25%	-25,01%	-25,58%	-49,25%	-26,91%	-27,86%
Risikoklasse	5	4	4	5	4	4
2008	-38,13%	-18,87%	-18,39%	-38,13%	-18,87%	-18,39%
2009	29,41%	14,47%	16,68%	29,41%	17,44%	19,54%
2010	20,60%	10,11%	11,86%	20,60%	11,81%	13,59%
2011	-6,17%	-1,02%	-1,11%	-6,17%	-1,20%	-1,26%
2012	15,30%	12,26%	14,26%	15,30%	12,40%	14,35%
2013	17,45%	12,46%	7,63%	17,45%	13,39%	7,99%
2014	18,48%	17,03%	18,62%	18,48%	17,09%	18,83%
2015	8,55%	6,93%	4,06%	8,55%	6,89%	3,84%
2016*	-4,72%	-2,64%	-0,19%	-4,72%	-2,45%	0,11%

Korrelationen der Tagesrenditen							
AQR High Minus Low Devil Global	AQR Small Cap Global	AQR Quality Minus Junk Global	Öl	EUR/USD	Staats-Anleihen Europa	US Zinskurve 10 Jahre	Aktien-Spread China-USA
0,4	-0,25	-0,58	0,26	-0,03	0,12	0,3	-0,31
0,72	0,54	0,52	0,66	0,51	0,73	0,63	0,63
Energie-Sektor	Biotech-Sektor	Gesundheits-Sektor	Banken-Sektor	Versorger-Sektor	Large Cap Aktien USA	Large Cap Aktien Europa	Large Cap Aktien Deutschland

2.9. ESG ETF-Portfolio (Start 15.2.2016)

2.9.1. Allokation des ESG ETF-Portfolios

Ziel des ESG ETF-Portfolios ist die Umsetzung einer globalen Asset Allokation, die am Weltmarktportfolio ausgerichtet ist und ausschließlich ETFs nutzt, die Indizes mit Nachhaltigkeitskriterien abbilden. Aus Nachhaltigkeitssicht ist es wichtig, dass die Nachhaltigkeitskriterien einer konsistenten Methode folgen. In Deutschland finden sich bisher ganz überwiegend ETFs auf der Basis des MSCI ESG-Ansatzes. Daher werden für dieses Portfolio ausschließlich ETFs ausgewählt, die dieser Methode folgen.

Ausgangspunkt für die Allokation sind die verfügbaren ETFs, die umfassende ESG Kriterien zur Titelselektion nutzen. Da sich ESG-Kriterien von Indexanbieter zu Indexanbieter unterscheiden, sollte sich ein konsistentes ESG Portfolio an einem einheitlichen ESG-Kriterienkatalog orientieren. Die Mehrheit der angebotenen ETFs folgt ESG Kriterien von MSCI. Hier werden daher zunächst nur ETFs verwendet, die MSCI Indizes folgen. Eine relative Betrachtung der Allokationen im Weltmarktportfolio (konkret: aktuell gibt es keine MSCI-ESG-ETFs für Staatsanleihen, Immobilien, Infrastruktur, Agrar-/Farmland, Rohstoffe) bestimmt dabei die Soll-Allokationen im ESG-ETF-Portfolio (Aktien- und Unternehmensanleihen, für die es MSCI-ESG-ETFs gibt, bilden die neue Grundgesamtheit des Portfolios).

Schritt 1: Aufteilung zwischen Industrie- und Schwellenländer-Aktien[153]

- Industrieländer-Aktien: 32%
- Schwellenländer-Aktien: 9%

[153] Aufteilung in Anlehnung an Credit Suisse Research Institute: „Emerging capital markets: The road to 2030", Juli 2014, Abbildung 30, Seite 30

- Industrieländer-Unternehmensanleihen: 27%

- Schwellenländer-Unternehmensanleihen: 4%

Daraus folgt, dass das Verhältnis von Industrieländer- zu Schwellenländer-Aktien bei 78% zu 22% liegt. Das Verhältnis von Aktien zu Unternehmensanleihen beträgt 57% zu 43%.

Schritt 2: Aufteilung nach Aktienentwicklungsstatus und Allokation in US-Unternehmensanleihen[154]

- US-Unternehmensanleihen-Anteil aus der Summe von US-Unternehmensanleihen und Aktien: 26%

Zusammen mit den Allokationen aus Schritt 1 ergeben sich 16% Allokation für Schwellenländer-Aktien, 58% für Industrieländer-Aktien und 26% für US-Unternehmensanleihen.

Schritt 3: Aufteilung der Aktien innerhalb Industrieländer-Regionen[155]

- US-Aktien: 59%

- Europa-Aktien: 22%

- Pazifik-Aktien: 12%

2.9.2. ETF-Selektion des ESG ETF-Portfolios

Aus den vorhergehenden Schritten lässt sich die Soll-Gewichtung zum Portfoliostart herleiten:

- US-Aktien: 35%, umgesetzt mit UBS-ETF SICAV - MSCI North America Socially Resp. UCITS ETF

- Europa-Aktien: 13%, umgesetzt mit UBS-ETF SICAV - MSCI Europe & Mid. East Socially Resp. UCITS ETF

---

[154] Vacchino/Schuller von Panthera Solutions: „Der globale Kapitalstock 2005-2014", September 2015, Seite 4 ff.; Mebane Faber: „Global Asset Allocation: A Survey of the World's Top Asset Allocation Strategies", April 2015, Seite 61 ff; Ronald Doeswijk et. al. „The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012", Januar 2014; IOSCO: „Corporate Bond Markets: A Global Perspective, Volume 1", April 2014, Abbildung 2, Seite 17; Der Mittelwert aus den Anteilen der ersten drei Autoren beträgt ca. 50% und die Messung durch IOSCO von 2013 ergibt 42%; wir gehen daher von 45% für die Allokation in Anleihen insgesamt aus.

[155] Die Allokation soll derjenigen des MSCI World Index entsprechen. Als Quelle wurde der Jahresbericht des UBS MSCI World ETFs (volle physische Replizierung) zum 31.12.2014 gewählt.

- US-Unternehmensanleihen: 26%, umgesetzt mit UBS-ETF SICAV - MSCI Pacific Socially Resp. UCITS ETF

- Schwellenländer-Aktien: 16%, umgesetzt mit UBS-ETF SICAV - MSCI Pacific Socially Resp. UCITS ETF

- Pazifik-Aktien: 12%, umgesetzt mit UBS-ETF SICAV - MSCI Emerging Markets Socially Resp. UCITS ETF

2.9.3. Aktualisierungen Ende 2017 und Ende 2018

Da per Ende 2017 neue ESG ETFs (speziell: Unternehmensanleihen Europa) verfügbar sind, werden die Portfolio-Allokationen angepasst. Entsprechend Schritt 1 werden 43% in Unternehmensanleihen abgebildet. Analog zum WMP Basis ist die Aufteilung auf USA und Welt ex-USA für Unternehmensanleihen hälftig. Daraus ergibt sich die folgende neue Allokation:

- US-Aktien: 27%, umgesetzt mit UBS-ETF SICAV - MSCI USA Socially Resp. UCITS ETF

- Europa-Aktien: 11%, umgesetzt mit UBS-ETF SICAV - MSCI Europe & Mid. East Socially Resp. UCITS ETF

- US-Unternehmensanleihen: 21%, umgesetzt mit UBS-ETF SICAV - MSCI Pacific Socially Resp. UCITS ETF

- Welt ex-US-Unternehmensanleihen: 21%, umgesetzt mit db x-trackers ESG EUR Corporate Bond UCITS ETF

- Schwellenländer-Aktien: 11%, umgesetzt mit UBS-ETF SICAV - MSCI Pacific Socially Resp. UCITS ETF

- Pazifik-Aktien: 9%, umgesetzt mit UBS-ETF SICAV - MSCI Emerging Markets Socially Resp. UCITS ETF

Seit der Definition der Regeln für das ESG ETF-Portfolios in 2015 sind zahlreiche weitere ESG-ETFs an den Markt gekommen. Außerdem steigen Anforderungen von Anlegern in Bezug auf ESG-Selektionskriterien. Zum 31.12.2018 werden die Regeln zur ESG ETF-Selektion daher verändert.

Vorbemerkung: Es sollen möglichst viele Anlagesegmente des Weltmarktportfolios Basis mit ESG-ETFs abgedeckt werden. Diese sollen möglichst strengen ESG-Kriterien genügen. Innerhalb jedes Segmentes gelten die folgenden Regeln: Zulässige ETFs müssen Mindestanforderungen an ESG-Scores ihrer Bestandteile stellen. Wenn für vergleichbare Anlagesegmente mehrere solcher ETFs vorhanden sind, werden die ETFs mit den meisten Ausschlußkategorien (relevante Kategorien siehe DVFA-Kriterienliste hier http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf) genutzt. Bei zwei ETFs mit gleicher

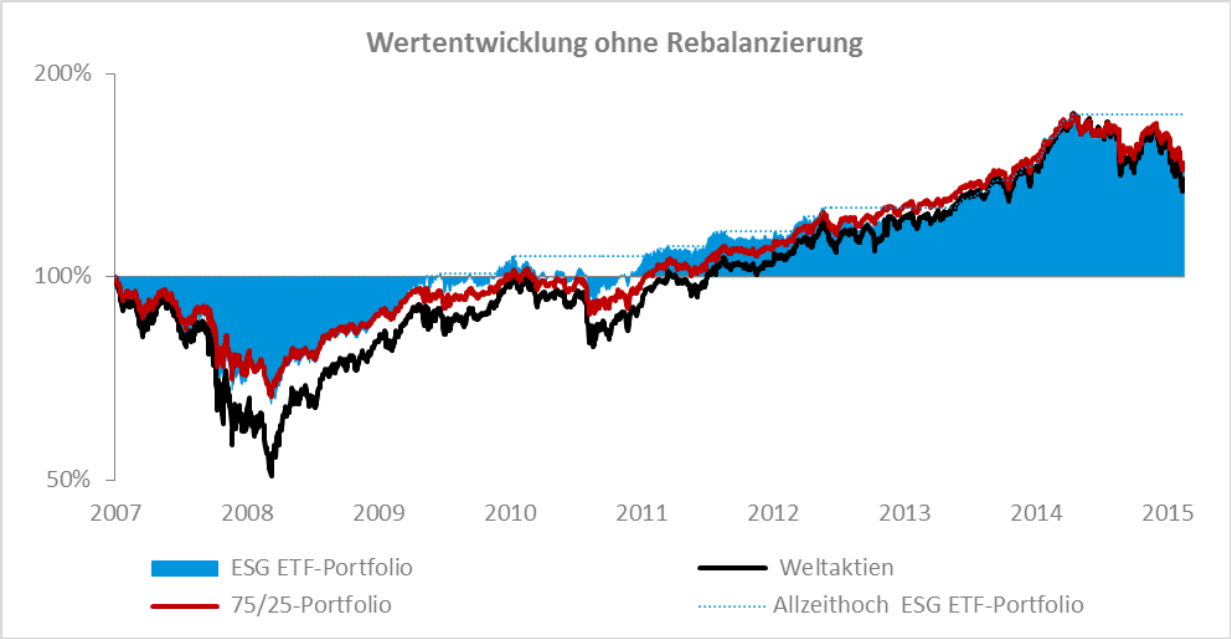
Ausschlußzahl wird der ETF mit den höheren ESG-Anforderungen gewählt (z.B. nutzen ESG-Leaders Ansätze kaum Ausschlüsse). Dabei werden zunächst Best-In-Universe Ansätze gegenüber Best-In-Class Ansätzen bevorzugt. Zweitens werden ETFs präferiert, die Mindestwerte jeweils für E, S und G Scores nutzen und nicht nur für aggregierte ESG-Scores (solche ETFs gibt es m.W. derzeit aber noch nicht am Markt). Drittens werden ETFS mit höheren ESG-Score Mindestanforderungen gegenüber solchen mit geringeren ESG-Score Mindestanforderungen präferiert (d.h. Progress bzw. Momentum-Ansätze stehen im Hintergrund). Indizes ohne Konzentrationslimits werden gegenüber solchen mit Konzentrationslimits („Capped") präferiert, da hohe ESG Qualität als wichtiger bewertet wird als das Risiko einer zu hohen Konzentration.

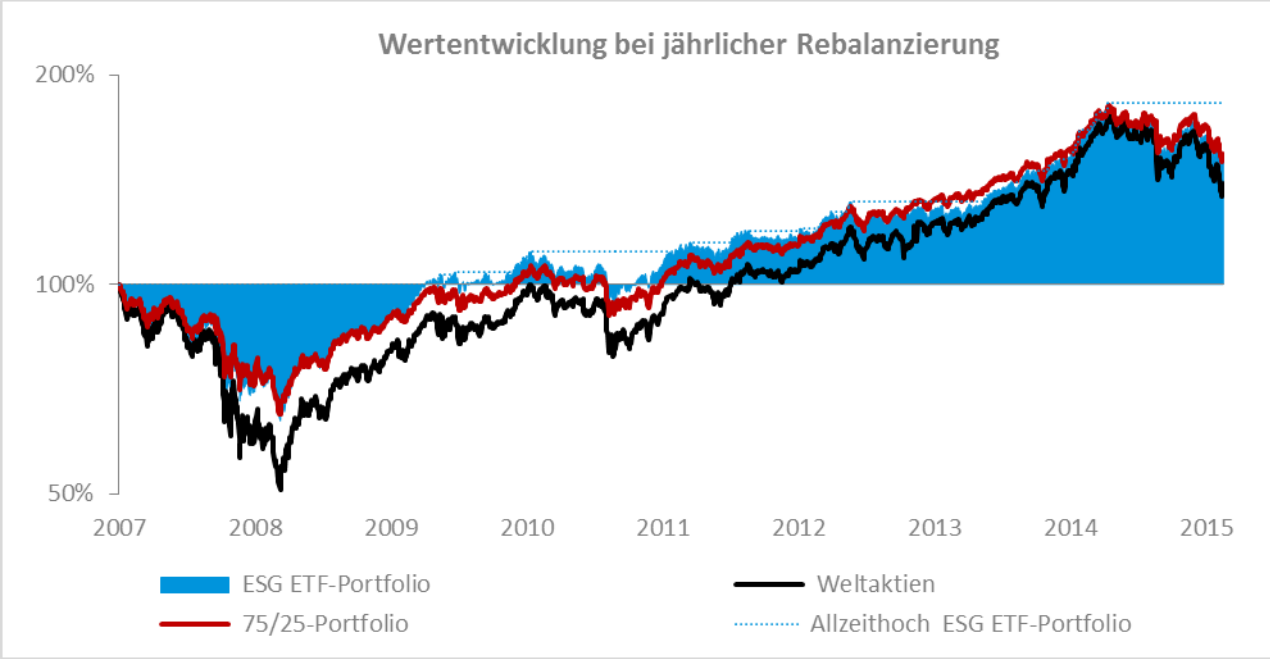
Sonstige ESG ETFs (Fokus meist nur auf E, S oder G wie CO2/Wasser/Renewables, Gender/Diversity, …) sind nur zulässig, wenn sie in der Asset-Allokation vorgesehen sind (Vorlage ist das Weltmarktportfolio Basis) und die o.g. Kriterien erfüllen, d.h. auf absehbare Zeit werden solche ETFs nicht genutzt. Projekt- (wie „Green Bond") statt Unternehmensfinanzierungs-ETFs werden ausgeschlossen, da nur „guten" Unternehmen Kapital zufließen soll (zur Begründung siehe auch DVFA, s.o.).

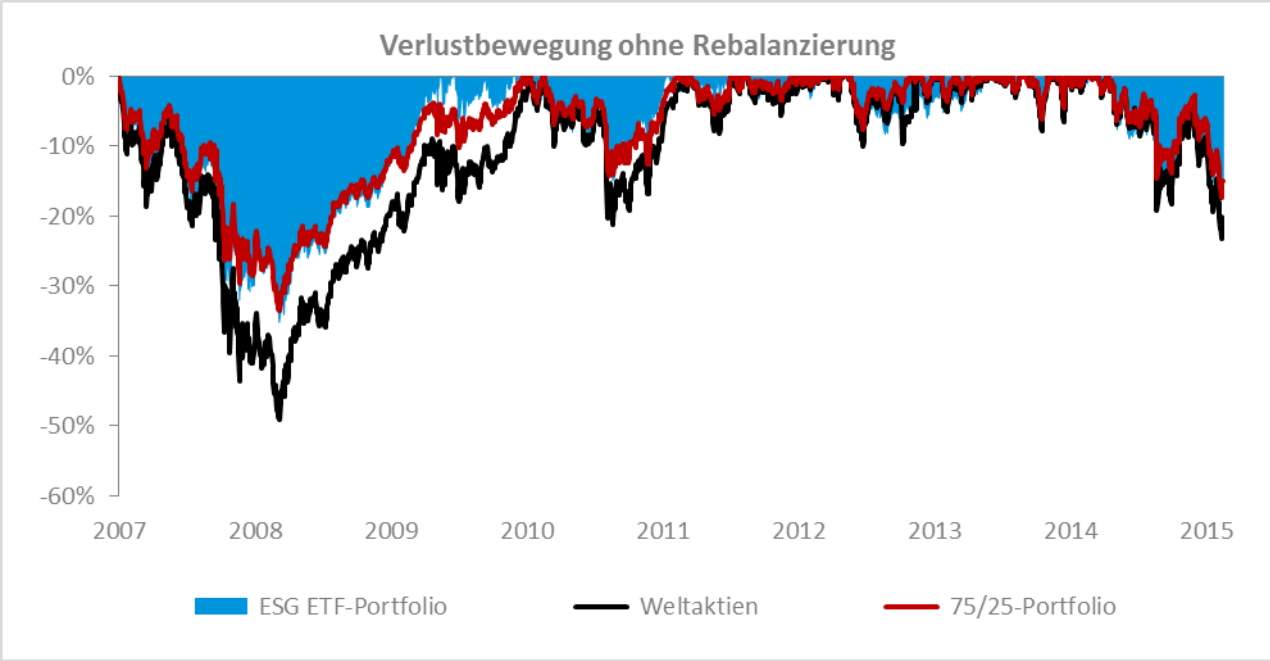
Solange es noch keine ESG-Staatsanleihe ETFs gibt, dienen seit Ende 2018 in Deutschland verfügbare Sustainable Development Bank Bond ETFs als Ersatz.

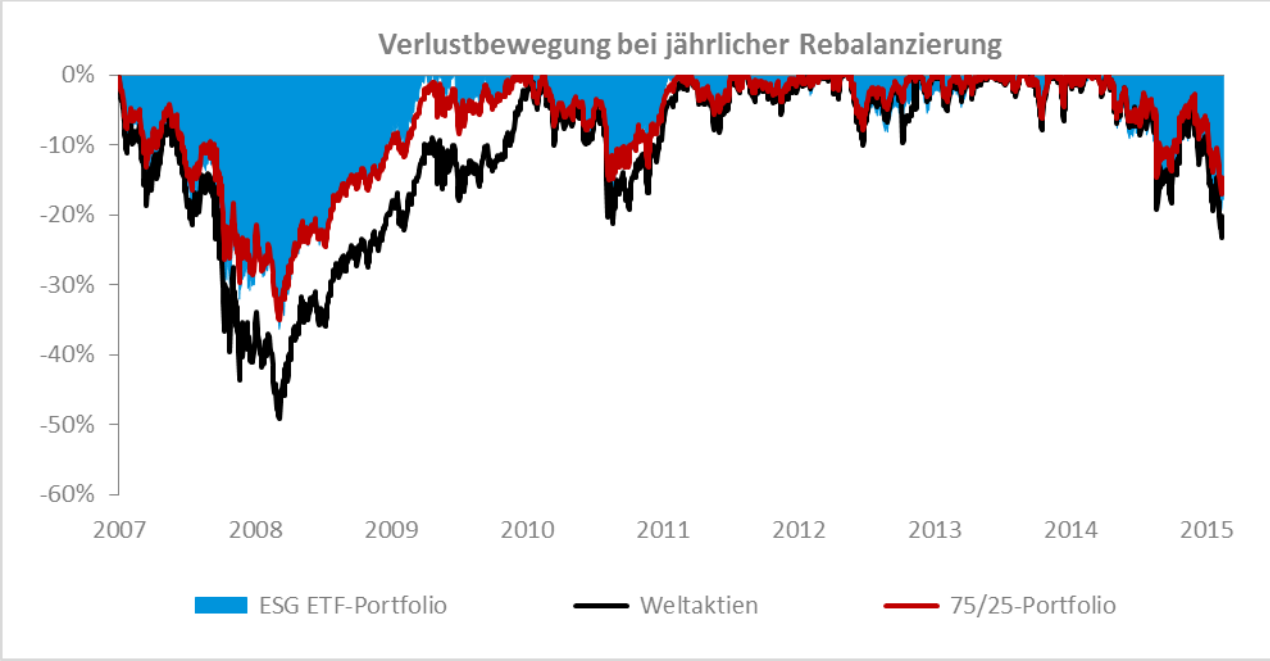
Diese Kriterien sollten zur eindeutigen Portfoliobestimmung ausreichen, d.h. die drei weiteren bisher für ESG ETG-Portfolios genutzten Kriterien werden nicht mehr verwendet, es sei denn es gibt nach den obigen Kriterien gleichwertige ETFs: 1) Gewichtung nach Marktkapitalisierung 2) Niedrige (zu erwartende) Tracking Differenz gegenüber der abzubildenden Allokation, d.h. vor allem niedrige Kosten.

2.9.4. Rückrechnung des ESG ETF-Portfolios


Wertentwicklung ohne Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
ESG ETF-Portfolio
Weltaktien
75/25-Portfolio
Allzeithoch ESG ETF-Portfolio


Wertentwicklung bei jährlicher Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
ESG ETF-Portfolio
Weltaktien
75/25-Portfolio
Allzeithoch ESG ETF-Portfolio


Verlustbewegung ohne Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
ESG ETF-Portfolio
Weltaktien
75/25-Portfolio


Verlustbewegung bei jährlicher Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
ESG ETF-Portfolio
Weltaktien
75/25-Portfolio

	Ohne Rebalanzierung			Jährliche Rebalanzierung		
	Weltaktien	75/25-Portfolio	ESG ETF-Portfolio	Weltaktien	75/25-Portfolio	ESG ETF-Portfolio
Rendite	39,44%	47,66%	45,61%	39,44%	54,10%	50,00%
Rendite p.a.	4,12%	4,85%	4,67%	4,12%	5,39%	5,05%
Volatilität	20,51%	13,14%	12,07%	20,51%	13,70%	12,58%
Sharpe Ratio	0,20	0,37	0,39	0,20	0,39	0,40
Max. Verlust	-49,25%	-33,58%	-35,27%	-49,25%	-35,07%	-36,39%
Risikoklasse	5	5	5	5	5	5
2008	-38,13%	-25,80%	-28,42%	-38,13%	-25,80%	-28,42%
2009	29,41%	18,17%	22,04%	29,41%	20,71%	26,78%
2010	20,60%	13,26%	18,65%	20,60%	14,67%	18,56%
2011	-6,17%	-1,62%	0,62%	-6,17%	-1,76%	-0,83%
2012	15,30%	12,66%	9,10%	15,30%	12,77%	9,72%
2013	17,45%	15,43%	7,42%	17,45%	16,18%	9,57%
2014	18,48%	18,01%	19,83%	18,48%	18,05%	18,57%
2015	8,55%	8,27%	7,86%	8,55%	8,24%	7,61%
2016*	-11,63%	-9,05%	-7,82%	-11,63%	-8,78%	-8,35%

Korrelationen der Tagesrenditen

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

2.10. ESG ETF-Portfolio Trend (Start 31.5.2017)

2.10.1. Konzept des ESG ETF-Portfolio Trend

Das ESG ETF-Portfolio Trend entspricht dem ESG ETF-Portfolio mit Nutzung der „200-Tagelinie adjustiert auf Einzelallokationen“ (detaillierte Begründung, Ausgestaltung und Rückrechnung siehe oben unter WMP Basis Trend oder in „Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen“ im „Archiv“ auf www.diversifikator.com). Wir nutzen ein möglichst einfaches, transparentes, prognosefreies, optimierungsfreies, anerkanntes und robustes Risikosteuerungsmodell. Die Anwendung auf einzelne ETFs und nicht das Portfolio insgesamt soll die negativen Auswirkungen von möglichen Fehlsignalen reduzieren. „Adjustiert“ bedeutet, dass die Umsetzung der Signale erst nach „Bestätigung“ und leicht zeitverzögert erfolgt, um die Anzahl der Transaktionen und damit die Fehlsignale und die Portfolioänderungskosten gering zu halten.

2.10.2. Rückrechnung des ESG ETF-Portfolio Trend

	Rendite	Titelanzahl Max/Mittel/Min (von)
2008	-3,22%	3 / 1 / 1 (5)
2009	14,95%	5 / 3 / 1 (5)
2010	13,51%	5 / 5 / 4 (5)
2011	-5,61%	5 / 3 / 1 (5)
2012	2,24%	5 / 4 / 2 (5)
2013	7,19%	5 / 4 / 3 (5)
2014	16,23%	5 / 4 / 3 (5)
2015	-2,46%	5 / 4 / 1 (5)
2016	4,66%	5 / 4 / 1 (5)
2017*	-0,43%	5 / 5 / 5 (5)

Rendite	54,3%
Rendite p.a.	4,72%
Volatilität	8,45%
Sharpe Ratio (0%)	0,56
Max Loss	-22,5%

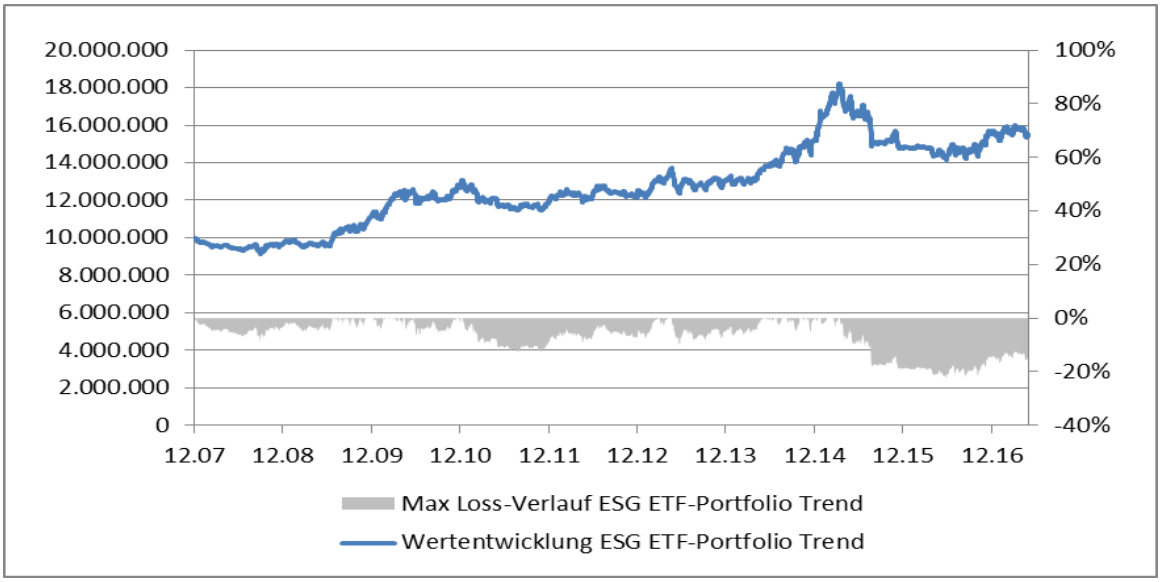


Chart 6: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 2%) bei einer Anlage das den ESG ETF-Portfolio Trend nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung zum jeweiligen Jahreswechsel.

**Die Rückrechnungen für das ESG ETF-Portfolio Trend reichen bis 31.05.2017.*

2.11. Islamic ETF-Portfolio (Start 1.4.2016)

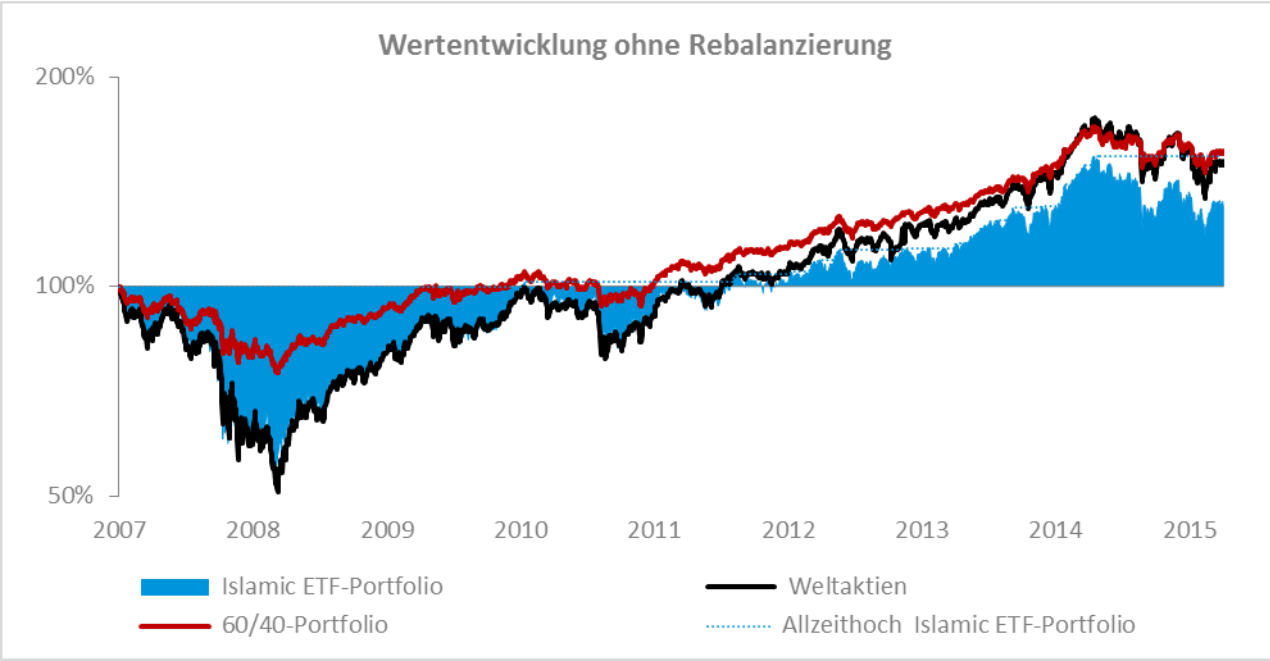
2.11.1. Konzept des Islamic ETF-Portfolios

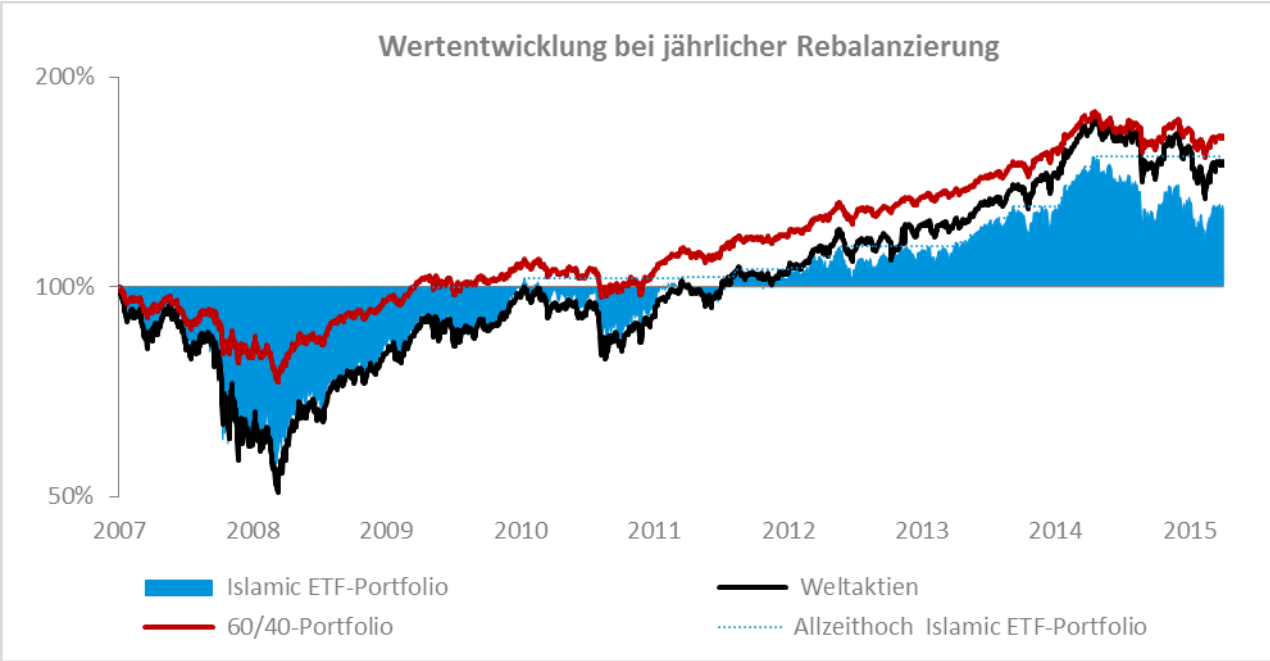
Islamische Investmentansätze sind mit ESG-Ansätzen vergleichbar. Die islamischen Indizes von MSCI zum Beispiel schließen Unternehmen aus, die mehr als 5% Umsatz mit Alkohol, Tabak, "Schweine-Produkten", Finanzdienstleistungen, Waffen, Glücksspielen, Musik, Hotels, Kino bzw. Erwachsenenunterhaltung erzielen. Außerdem werden nur relativ niedrig konventionell-verschuldete Unternehmen aufgenommen. Islamische Portfolios sind für uns zuerst verantwortungsvolle Portfolios. Umwelt-, soziale und Governancekriterien werden aber nicht explizit berücksichtigt.

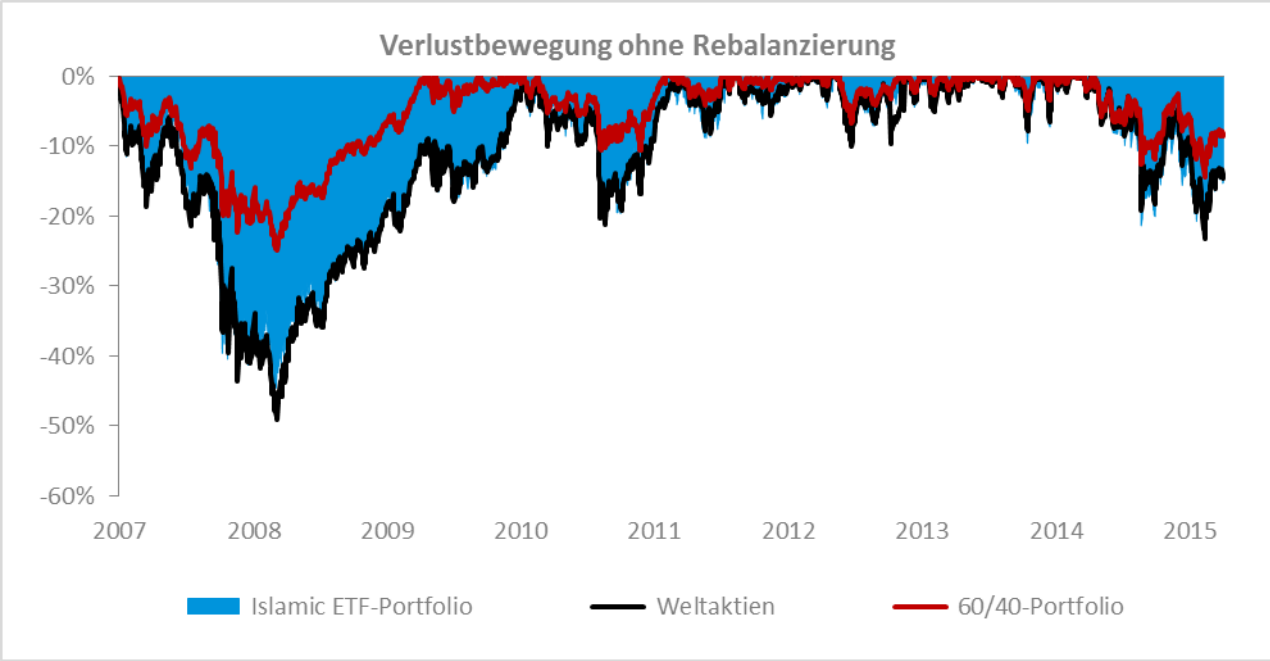
Ausgangspunkt für die Allokation sind die derzeit verfügbaren ETFs, die umfassende islamische Kriterien zur Titelselektion nutzen. Da sich islamische Kriterien von Indexanbieter zu Indexanbieter unterscheiden, sollte sich ein konsistentes islamisches Portfolio an einem einheitlichen Kriterienkatalog orientieren. Die Mehrheit der angebotenen ETFs folgt islamischen Kriterien von MSCI. Hier werden daher nur ETFs verwendet, die MSCI Indizes folgen. Solche ETFs gibt es derzeit nur für Aktien und auch nur für Aktien von Unternehmen aus entwickelten Ländern und solche aus sich noch entwickelnden Ländern. Das Portfolio besteht daher zum Start nur aus zwei ETFs. Aufgrund des geringen Angebotes islamischer ETFs haben wir auch sogenannte aktive islamische

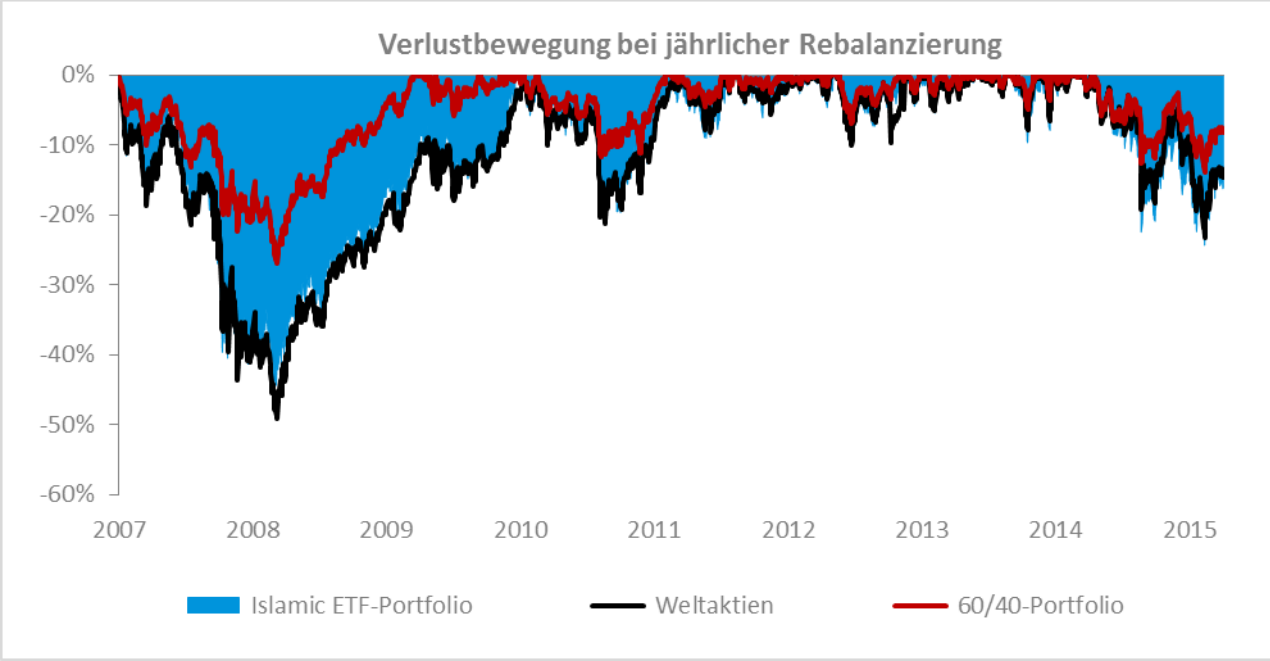
Fonds analysiert. Wir haben aber keine Fonds gefunden, die eine weitere Diversifikation des Portfolios analog zum Weltmarktportfolio mit aus unserer Sicht vertretbaren Kosten von maximal 1% Managementgebühr ermöglicht. In den beiden selektierten ETFs sind aber Anfang 2016 immerhin ca. 850 Aktien vertreten.

2.11.2. Rückrechnung des Islamic ETF-Portfolios






Verlustbewegung ohne Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Islamic ETF-Portfolio
Weltaktien
60/40-Portfolio


Verlustbewegung bei jährlicher Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Islamic ETF-Portfolio
Weltaktien
60/40-Portfolio

	Ohne Rebalanzierung			Jährliche Rebalanzierung		
	Weltaktien	60/40-Portfolio	Islamic ETF-Portfolio	Weltaktien	60/40-Portfolio	Islamic ETF-Portfolio
Rendite	49,04%	55,34%	31,39%	49,04%	63,52%	29,91%
Rendite p.a.	4,89%	5,41%	3,32%	4,89%	6,06%	3,18%
Volatilität	20,48%	10,21%	19,96%	20,48%	10,84%	19,89%
Sharpe Ratio	0,24	0,53	0,17	0,24	0,56	0,16
Max. Verlust	-49,25%	-25,01%	-44,65%	-49,25%	-26,91%	-44,41%
Risikoklasse	5	4	5	5	4	5
2008	-38,13%	-18,87%	-36,33%	-38,13%	-18,87%	-36,33%
2009	29,41%	14,47%	27,56%	29,41%	17,44%	29,56%
2010	20,60%	10,11%	19,78%	20,60%	11,81%	19,78%
2011	-6,17%	-1,02%	-5,49%	-6,17%	-1,20%	-5,47%
2012	15,30%	12,26%	10,36%	15,30%	12,40%	10,26%
2013	17,45%	12,46%	10,37%	17,45%	13,39%	9,44%
2014	18,48%	17,03%	15,90%	18,48%	17,09%	14,77%
2015	8,55%	6,93%	4,80%	8,55%	6,89%	3,41%
2016*	-5,55%	-2,85%	-3,42%	-5,55%	-2,60%	-2,88%

Korrelationen der Tagesrenditen

AQR High Minus Low Devil Global	AQR Small Cap Global	AQR Quality Minus Junk Global	Öl	EUR/USD	Staats-Anleihen Europa	US Zinskurve 10 Jahre	Aktien-Spread China-USA
0,01	-0,22	-0,17	0,18	-0,45	-0,35	0,14	-0,11
0,41	0,27	0,41	0,38	0,22	0,47	0,42	0,44
Energie-Sektor	Biotech-Sektor	Gesundheits-Sektor	Banken-Sektor	Versorger-Sektor	Large Cap Aktien USA	Large Cap Aktien Europa	Large Cap Aktien Deutschland

2.12. Alternatives ETF-Portfolio (Start 1.4.2016)

2.12.1. Konzept des Alternatives ETF-Portfolios

Das Alternatives Portfolio wurde aus zwei Gründen entwickelt. Erstens haben etliche Interessenten, mit denen wir das Weltmarktportfoliokonzept diskutiert haben, angezweifelt, ob die alternativen Segmente in dem Portfolio einen Zusatznutzen zu klassischen Aktienanlagen bieten. Zweitens sind unseres Wissens fast alle Segmente, die wir mit den von uns definierten alternativen Segmenten im Weltmarktportfolio abdecken, gegenüber dem Weltmarktportfolio in deutschen Portfolios unterrepräsentiert. Und einige Anleger wollen zwar nicht gleich ihre Portfolios komplett verkaufen und gegen unsere Weltmarktportfolios tauschen, sind aber an zusätzlichen Rendite- und Diversifikationsmöglichkeiten interessiert.

Wir gehen davon aus, dass ein solches Alternatives Portfolio am ehesten bei erfahrenen Anlegern mit einem relativ hohem Anlagepotential auf Interesse stößt. Wir starten daher für die Allokation mit dem Weltmarktportfolio Basis und nicht mit dem Weltmarktportfolio S. Im WMP Basis sind 7 alternative ETFs enthalten, die allerdings nicht alle Alternatives Segmente/Regionen abdecken. In einem Stand-Alone ETF Portfolios können mehr Alternatives-ETFs aufgenommen werden, wenn wir uns weiterhin an der Mindestallokationsgrenze von 2,5% für einen ETF orientieren.

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

Die Aufteilung für Rohstoffe erfolgt nach der relativen Allokation zwischen USA und Europa im MSCI World. Für Asien gibt es nur einen ETF auf den chinesischen Energiesektor. Dessen Allokation im Portfolio wäre nur knapp über 1%, so dass dieser ETFs nicht berücksichtigt wird.

Aufteilung für Immobilien: Bei der Allokation nach Aktienmarktkapitalisierung ergibt sich: USA 62%, Europa 23%, China 15%. Der verfügbare ETF für asiatische Immobilienaktien/REITs besteht zu rund 70% aus Aktien/REITs aus China und Hong Kong und 17% aus Singapur und wird daher mit 15% am Immobilienanteil (die gesamte ETF Allokation wird China zugerechnet) bzw. 5% im Portfolio insgesamt gewichtet.

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

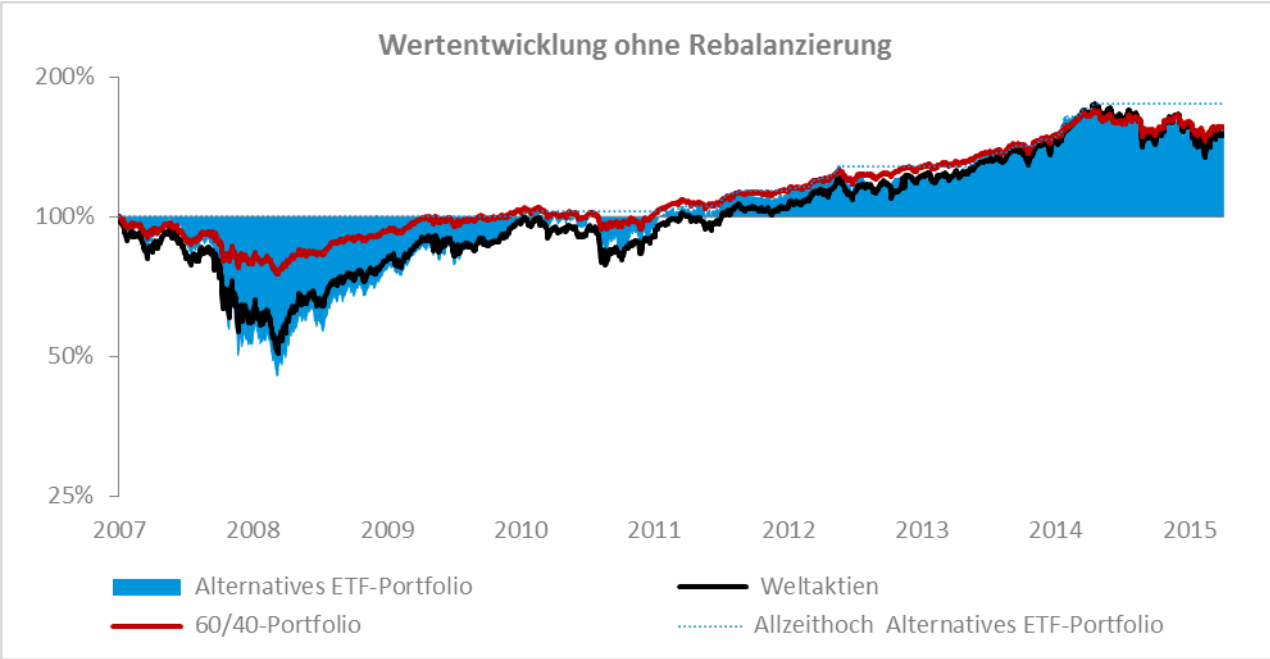
Aufteilung für Private Equity: Da der LPX MM Private Equity nicht direkt abbildet (siehe Begründung zu WMP Basis), wird hier auf Grund der Höhe der Private Equity Allokation auf zwei ETFs zurückgegriffen, die Small- bzw. MidCap-Aktien (als Proxy für Private Equity bzw. privat gehaltene Unternehmensbeteiligungen) abbilden. Die Allokation erfolgt zur Hälfte in den LPX MM Index ETF und die andere Hälfte in Small- bzw. MidCap-ETFs. Deren Aufteilung entspricht dem relativen Verhältnis von US- zu Europa-Aktien.

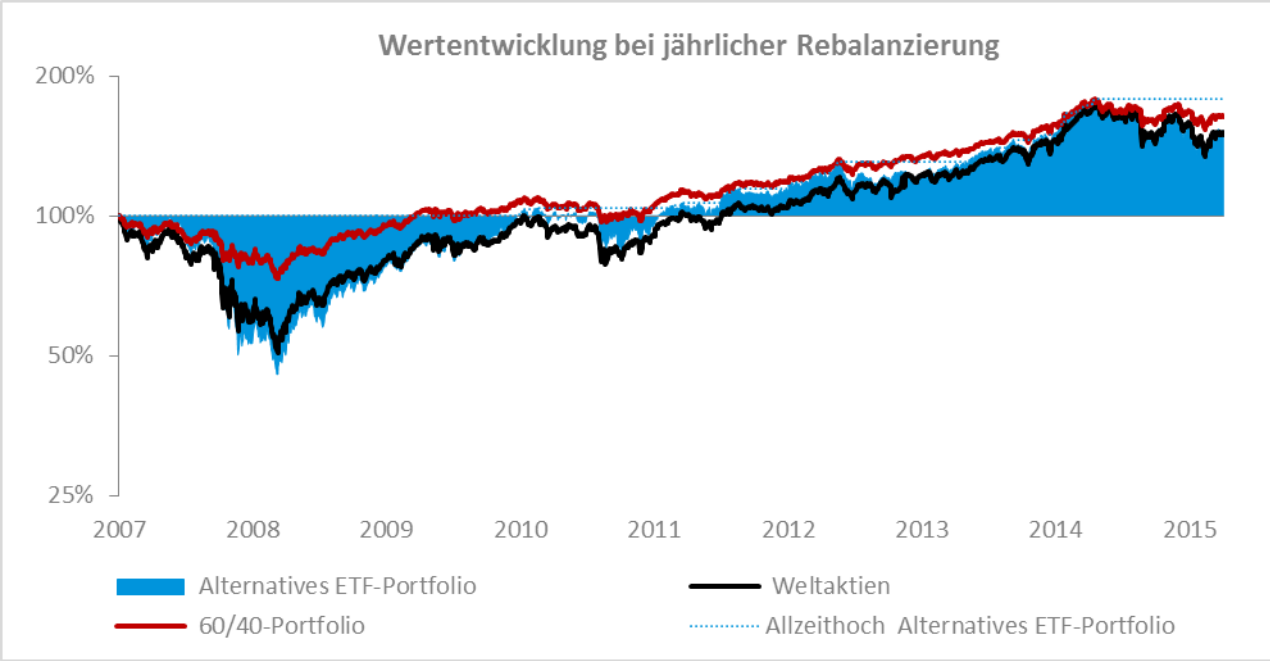
Resultat ist ein Startportfolio mit 13 „alternativen" Aktien-ETFs von 7 ETF Anbietern.

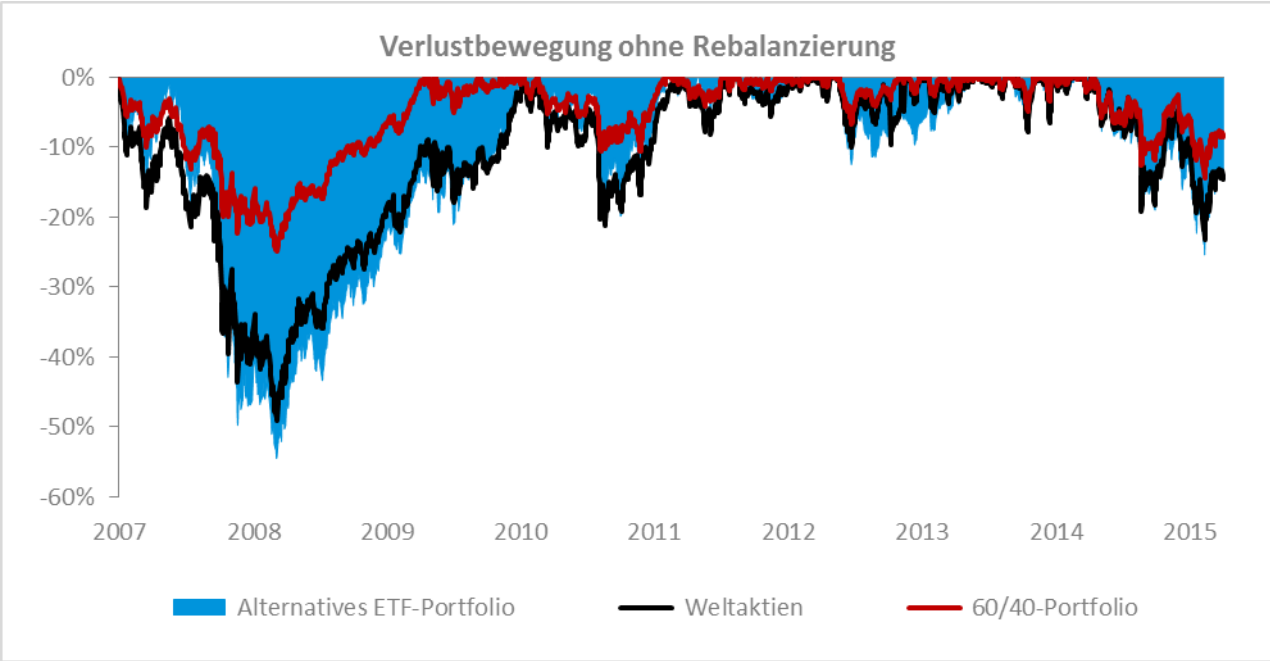
Der einzige den Regeln entsprechende Asien-Immobilien ETF ist am 28.7.2016 vom Markt genommen worden, so dass diese Allokation bis zur Rebalanzierungs-Überprüfung am Jahresende 2016 unbesetzt blieb.

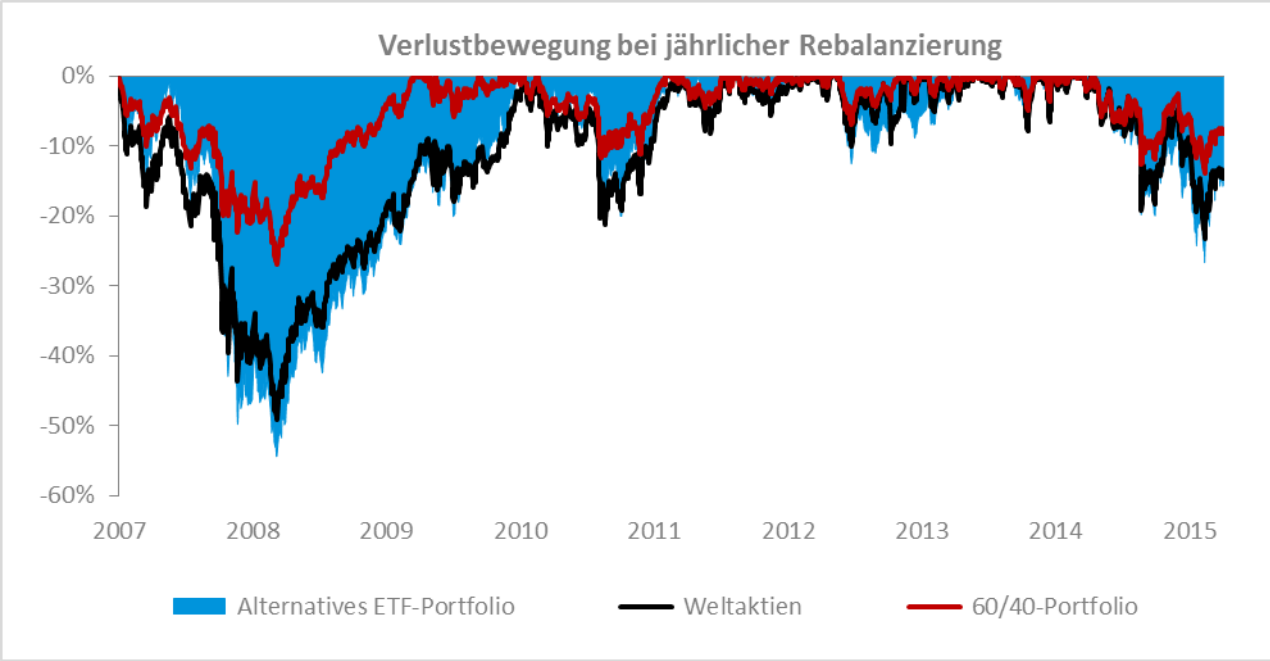
2.12.2. Rückrechnung des Alternatives ETF-Portfolios

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




Wertentwicklung bei jährlicher Rebalanzierung
200%
100%
50%
25%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Alternatives ETF-Portfolio
Weltaktien
60/40-Portfolio
Allzeithoch Alternatives ETF-Portfolio


Verlustbewegung ohne Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Alternatives ETF-Portfolio
Weltaktien
60/40-Portfolio


Verlustbewegung bei jährlicher Rebalanzierung
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Alternatives ETF-Portfolio
Weltaktien
60/40-Portfolio

	Ohne Rebalanzierung			Jährliche Rebalanzierung		
	Weltaktien	60/40-Portfolio	Alternatives ETF-Portfolio	Weltaktien	60/40-Portfolio	Alternatives ETF-Portfolio
Rendite	49,04%	55,34%	50,97%	49,04%	63,52%	51,85%
Rendite p.a.	4,89%	5,41%	5,06%	4,89%	6,06%	5,13%
Volatilität	20,48%	10,21%	18,46%	20,48%	10,84%	18,30%
Sharpe Ratio	0,24	0,53	0,27	0,24	0,56	0,28
Max. Verlust	-49,25%	-25,01%	-54,57%	-49,25%	-26,91%	-54,43%
Risikoklasse	5	4	5	5	4	5
2008	-38,13%	-18,87%	-44,84%	-38,13%	-18,87%	-44,84%
2009	29,41%	14,47%	39,18%	29,41%	17,44%	41,26%
2010	20,60%	10,11%	27,17%	20,60%	11,81%	27,33%
2011	-6,17%	-1,02%	-2,62%	-6,17%	-1,20%	-3,64%
2012	15,30%	12,26%	17,25%	15,30%	12,40%	19,08%
2013	17,45%	12,46%	7,80%	17,45%	13,39%	8,24%
2014	18,48%	17,03%	23,26%	18,48%	17,09%	22,01%
2015	8,55%	6,93%	3,31%	8,55%	6,89%	2,23%
2016*	-5,55%	-2,85%	-1,35%	-5,55%	-2,60%	-1,19%

Korrelationen der Tagesrenditen

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

2.13. Diversifikator Equity-Income (DW) ETF-Portfolio (Start 30.12.2016)

Zielgruppe dieses Portfolios sind Aktienanleger, denen attraktive Ausschüttungen wichtig sind. Das Portfolio kann auch als Benchmark für andere Aktien-Dividendenprodukte dienen.

Beim Diversifikator Equity Income (DW)-Portfolio liegt der Fokus auf Ausschüttungen bei gleichzeitiger physischer Abbildung der Titel in den ETFs, also dem Verzicht auf synthetische ETFs. Es werden ausschließlich ausschüttende Aktien-ETFs eingesetzt. Außerdem werden nur ETFs eingesetzt, die alternative, in diesem Fall dividendenabhängige Titelgewichtungen („DW" steht für „Dividend Weighted") nutzen. Alternative Titelgewichtungen sind alle Gewichtungsarten, die von einer indextypischen Kapitalgewichtung abweichen. Begründung: Zahlreiche Untersuchungen haben gezeigt, dass alternative Gewichtungen von Aktien oft Portfolios mit besseren Renditen bzw. geringeren Risiken ergeben als die indextypische Kapitalgewichtung[156].

Die in dem Portfolio enthaltenen ETFs werden entsprechend der Weltmarktallokation (wie bspw. im Diversifikator Weltmarktportfolio Basis) gewichtet. Der relativ hohe Anteil von niedrig kapitalisierten Aktien (Small Caps) reflektiert dabei die Zuordnung von Private Equity bzw. privaten Unternehmensbeteiligungen zu diesem Segment, da es keine ETFs für nicht-börsennotierte Unternehmen gibt.

Das Angebot an steuereffizienten Dividenden-ETFs mit alternativen Gewichtungen ist noch äußerst gering. Um eine einheitliche Gewichtungsmethode nutzen zu können ist es sinnvoll, nur die Produkte eines Anbieters zu berücksichtigen. WisdomTree ist der einzige Anbieter, der eine komplette Palette alternativ gewichteter Dividenden-ETFs im für deutsche Anleger gewünschten UCITs-Format und mit Xetra-Notierung anbietet[157]. Daher setzt sich das Portfolio zum Start nur aus ETFs von WisdomTree zusammen.[158]

WisdomTree gewichtet Aktien in den ETFs, die für das Diversifikator Equity Income (DW)-Portfolio verwendet werden, nach Dividenden-Kriterien und hat hierfür eigene Indizes entwickelt, die von den ETFs nachgebildet werden. Der Index-Anbieter nimmt nur Aktien in die Indizes auf, die regelmäßig Dividenden zahlen. Die Aktien erhalten zur Index-Rebalanzierung das Gewicht am Index, das ihrem Anteil am gesamten erwarteten „Dividenden-Strom" für das nächste Jahr entspricht.

Einige der verwendeten ETFs haben einen sehr kurzen Track-Record und noch relativ geringe Volumina. Allerdings gibt es für alle genutzten ETFs in den USA vergleichbare ETFs mit längeren Track-Records. Die Indizes selbst werden seit etwa 10 Jahren berechnet.

2.13.1. Anlagesegmente

---

[156] Siehe z.B. Söhnholz, D.: Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6.2012

[157] UCITs steht für offene und zum öffentlich Vertrieb zugelassene Investmentfonds und XETRA für das für deutsche Anleger wichtigste Börsensegment von ETFs

[158] Diversifikator erhält keinerlei Zuwendungen von WisdomTree. Falls WisdomTree das Diversifikator Portfolio „promotet", kann Diversifikator jedoch davon profitieren.

Mit dem Equity-Income (DW) ETF-Portfolio wird eine möglichst breite weltweite Abdeckung von Aktien und privaten Unternehmensbeteiligungen angestrebt. Alle ETFs, die mit der oben genannten Dividendengewichtung umgesetzt werden, können grundsätzlich in das Portfolio aufgenommen werden. ETFs, die einen engen geografischen Fokus aufweisen (z.B. nur deutsche oder japanische Aktien) werden nicht berücksichtigt, wenn sie überwiegend eine Teilmenge breiter gestreuter regionaler Indizes (wie Aktien Europa bzw. Asien) sind. Damit sind zum Start drei Large Cap-ETFs und drei Small Cap-ETFs im Portfolio vertreten. Die Gewichtung entspricht dem Vorgehen bei anderen Diversifikator Portfolios, indem sie sich an Anlagen aller Anleger in den diversen Marktsegmenten weltweit, also dem Weltkapitalstock bzw. dem Weltmarktportfolio, orientiert.

Die Anzahl der ETFs kann sich mit neuen ETFs ändern, die die Selektionskriterien erfüllen.

ETF	Region	Allokation
WisdomTree Europe Equity Income UCITS ETF	Aktien Large Caps Europa	20,0%
WisdomTree US Equity Income UCITS ETF	Aktien Large Caps USA	27,0%
WisdomTree Emerging Markets Equity Income UCITS ETF	Aktien Large Caps Schwellenländer	14,0%
WisdomTree Europe SmallCap Dividend UCITS ETF	Aktien Small Caps Europa	13,0%
WisdomTree US SmallCap Dividend UCITS ETF	Aktien Small Caps USA	17,0%
WisdomTree Emerging Markets SmallCap Dividend UCITS ETF	Aktien Small Caps Schwellenländer	9,0%

2.13.2. Vorgehen bei der Rückrechnung

Wir verwenden die ETF-Zeitreihen und Dividenden-Angaben der Xetra-Listings der sechs ETFs.

Als Ersatz (Proxies) für den Zeitraum vor der Verfügbarkeit der ETFs in Deutschland auf Xetra wurden die Index-Zeitreihen verwendet, die den ETFs zu Grunde liegen[159]. Da für den Zeitraum vom 31.12.2007 bis zum 20.06.2008 kein europäischer dividendengewichteter Large-Cap Index existierte, wurde als Ersatz ein ETF auf den MSCI Europe für diesen kurzen Rückrechnungszeitraum verwendet. [160].

Für den gesamten Zeitraum der Simulation wurde eine fiktive Management-Fee von 1,19% p.a. berechnet.[161]

Für die Index-Zeitreihen werden keine Gebühren angenommen.

Auch für Transaktionen wurden keine Gebühren angesetzt, da diese meist Anlagevolumens- und Depotbankabhängig sind. Nach dem Erst-Investment erfolgt lediglich einmal jährlich eine fiktive Kauforder für den ETF, der im Vergleich zu seiner Soll-Allokation am stärksten unter-allokiert ist[162]. Die Kauf-Order erfolgt immer für den kleineren Betrag aus Cash-Bestand und dem maximal 1,5-fachen der Differenz zwischen aktueller und Soll-Allokation („Rebalanzierungs-Regeln").

2.13.3. Rückrechnungsergebnisse

[159] Wir erhielten die Preis- und Total Return-Indizes vom Indexanbieter. Die Zeitreihen sind unter anderem über Bloomberg verfügbar. Wenn diese in Fremdwährung vorlagen, wurde eine tägliche Umrechnung in EUR vorgenommen, so dass sich die Tagesrendite dieser Proxies aus der Indexrendite und der Währungsrendite zusammensetzt.

[160] Es wird angenommen, dass in die MSCI Europe ETF Total Return-Zeitreihe investiert wird und die Differenz zur Preis-Zeitreihe als Dividende am Ende eines Quartals/Halbjahrs ausgeschüttet wird. Dabei reduzieren sich die im Portfolio gehaltenen Stücke des entsprechenden ETFs in gleicher Prozent höhe. Wir haben keine Transaktionskosten angenommen. Dieses Vorgehen wird einem Investieren in die Preiszeitreihe (und Ausschüttungen) vorgezogen, da es dem tatsächlichen Halten der ETFs stärker entspricht und der Discounted Cash Flow-Theorie Rechnung trägt. Beim realen Investieren in ETFs bleiben die Stückzahlen erhalten aber der NAV der ETFs reduziert sich um die Ausschüttung. Dividenden haben wir für den Proxy-Zeitraum ab dem ersten vollen Quartal/Halbjahr angenommen, in dem Preisindex und Total Return-Index vollständig gemeinsam verfügbar sind. Bis dahin wird ohne fiktive Ausschüttungen in den Total Return-Index investiert.

[161] die nur verbucht aber dem Portfolio nicht entnommen wird. Die Management-Fee wird nur auf den Anteil gerechnet, der nicht in Cash gehalten wird.

[162] hier betrachten wir den nominalen Euro-Betrag, da bei prozentualer Betrachtung die Wahrscheinlichkeit hoch ist, dass ein hoher Cash-Anteil erhalten bleibt oder mehrere ETFs gekauft werden müssen

Die Ergebnisse der Simulation basieren auf einem Kapital von 100 Mio. EUR, die am 31.12.2007 angelegt wurden. Das Ende des Betrachtungszeitraums ist der 16.12.2016[163].

In diesen rund neun Jahren wären ca. 34 Mio. EUR, also rund 34% auf den Ersteinlage-Betrag, ausgeschüttet wurden. Die Ausschüttungsrendite wäre seit 2009 immer deutlich höher als 3% gewesen[164].

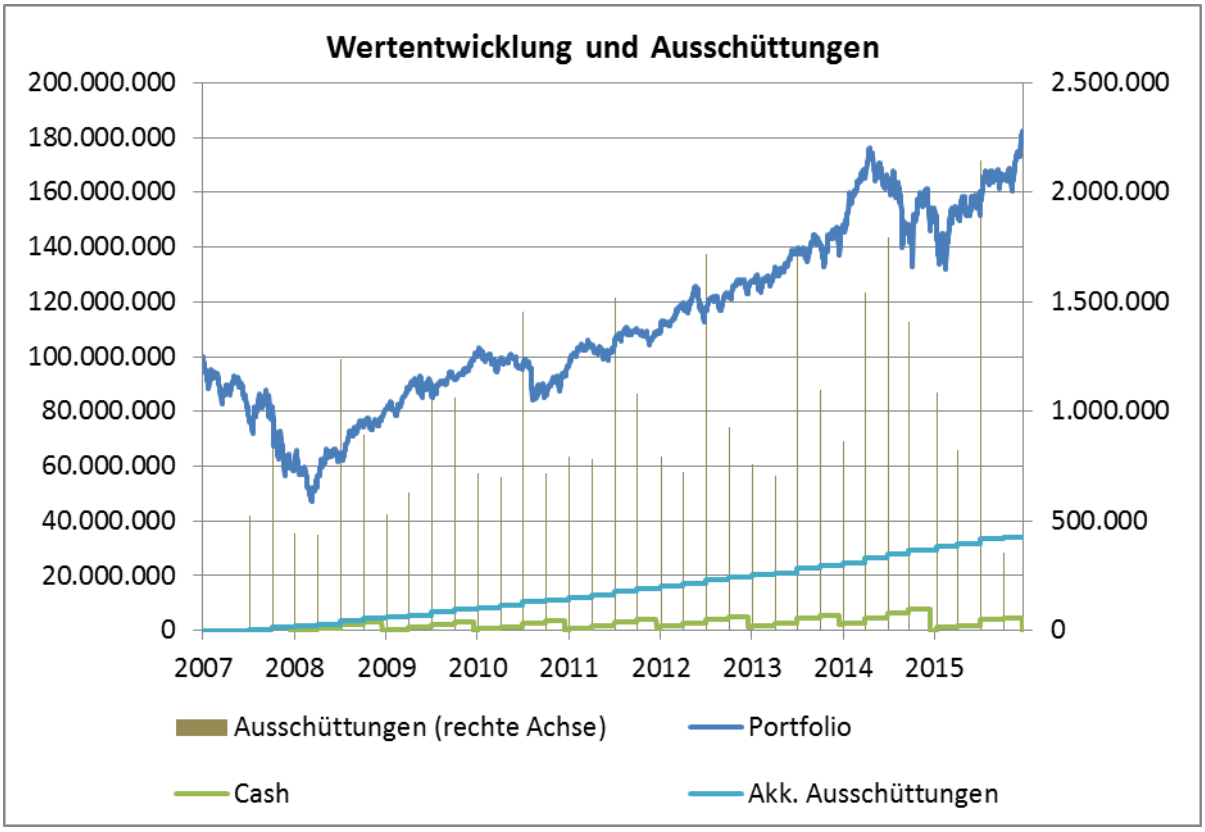


Chart 1: Die Wertentwicklung des Portfolios inklusive Ausschüttungen ist mit der blauen Linie dargestellt. Die hellblaue Linie zeigt die akkumulierten Ausschüttungen nochmals separat. Die goldenen Balken zeigen die einzelnen Ausschüttungen als nominalen Euro-Betrag (rechte Achse) an. Beim Cash-Verlauf sind die jährlichen Rebalancings gut erkennbar.

[163] Ende November ist der jährliche „Cut-Off" für Portfolioüberprüfungen durch Diversifikator.
[164] Dabei werden die Ausschüttungen eines Kalenderjahrs durch den Portfolio-Bestand zum Jahresbeginn geteilt, d.h. ist es ist die Antwort auf die Frage: „Wie viel Ausschüttungen hätte ich erhalten, wenn ich zum Jahresbeginn x EUR in das Portfolio gelegt hätte".

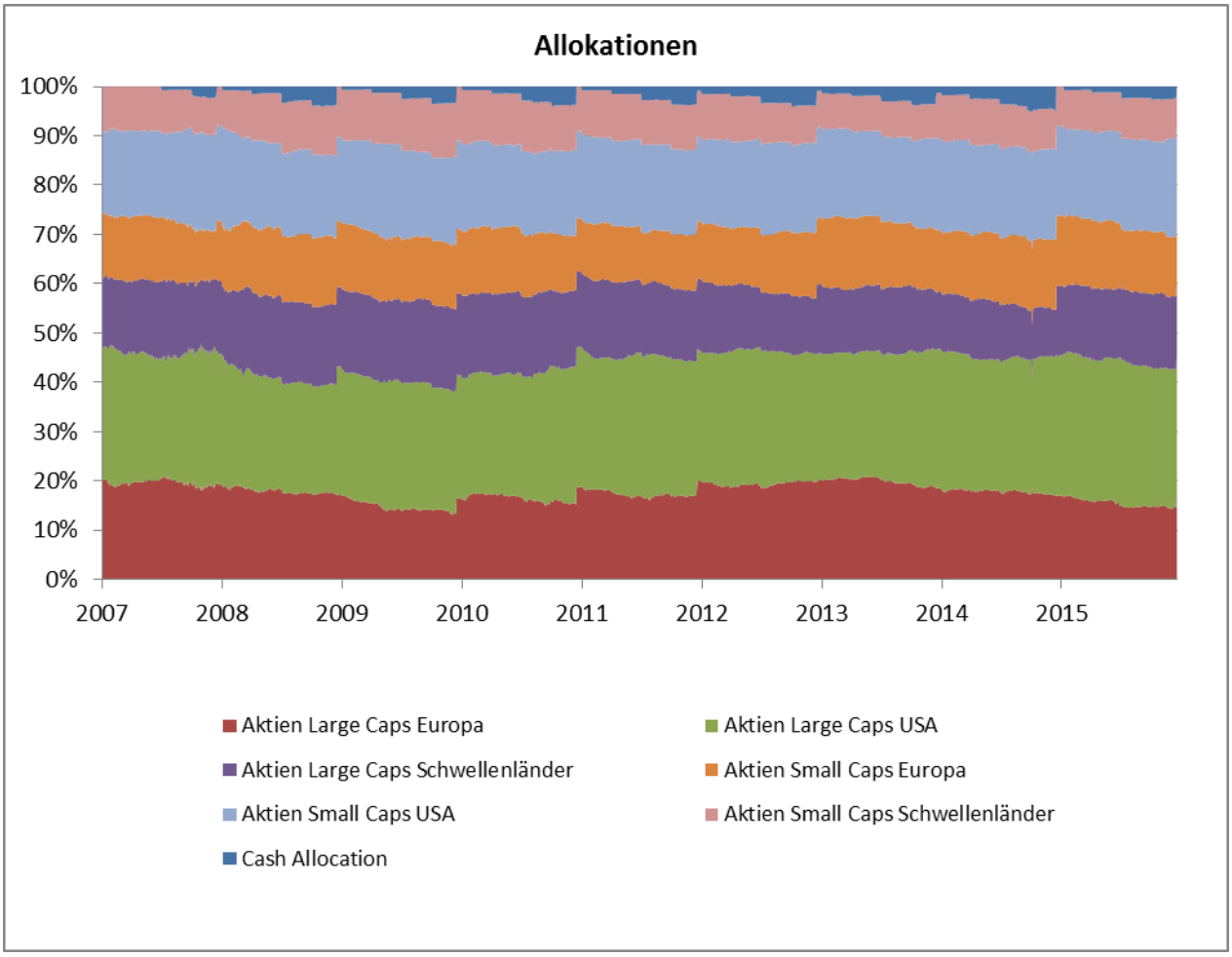


Chart 2: Hier sind die Allokationsverschiebungen zwischen den sieben Anlagesegmenten im Zeitverlauf nachvollziehbar. Gut ersichtlich sind die jährlichen Rebalancings (nur Wiederanlage der Ausschüttungen). Zu diesen Zeitpunkten sinkt die Cash-Quote zumeist unter 1%, während ein Anlagesegment deutlich steigt, da die Differenz zur Soll-Allokation um bis zum 1,5-fachen der Soll-Allokation hinzugekauft wird.

	Diversifikator Equity Income (DW)	Weltaktien-ETF
Rendite	82,4%	75,9%
Rendite p.a.	7,1%	6,5%
Volatilität	18,8%	20,2%
Sharpe Ratio (0%)	0,38	0,32
Maximaler Verlust	-53,0%	-49,2%

	Rendite Diversifi-kator Equity Income (DW)	Rendite Welt-aktien-ETF	Out-/Underperformance	Portfolio-Bestand EUR	Cash-Bestand	Ausschüttungen EUR	Aus-schüt-tungs-Rendite %
2008	-39,1%	-38,1%	-1,0%	60.899.057	445.245	1.859.375	1,9%
2009	32,8%	29,4%	3,3%	80.848.387	528.225	3.102.438	5,1%
2010	23,7%	20,6%	3,1%	100.020.841	718.281	3.495.887	4,3%
2011	-2,8%	-6,2%	3,4%	97.211.428	795.502	3.667.808	3,7%
2012	12,4%	15,3%	-2,9%	109.220.809	1.783.380	4.171.052	4,3%
2013	17,0%	17,4%	-0,4%	127.796.160	1.916.150	4.134.489	3,8%
2014	15,2%	18,5%	-3,3%	147.201.443	2.863.337	4.400.261	3,4%
2015	3,7%	8,5%	-4,9%	152.640.512	0	4.744.222	3,2%
16.12.16	19,5%	11,5%	8,0%	182.365.077	0	4.600.437	3,0%

3. Direktes ESG Aktienkonzept

3.1. Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung

ESG steht für Environment (E), Social (S) und Governance (G). Manchmal lautet die Bezeichnung auch SRI für Socially Responsible Investments[165]. ESG-Investments nutzen E, S und G Kriterien für die Portfoliobildung. Aktuelles Research zeigt, dass ESG- bzw. SRI- Anlagen meist weder niedrigere Renditen noch höhere Risiken bringen als klassische Investments[166]. In einigen Fällen sind die Renditen sogar höher bzw. die Risiken geringer.

Bisher sind ESG-Anlagen bei deutschen Privatkunden wenig vertreten. Bei institutionellen Anlegern findet man sie jedoch auch in Deutschland schon öfter. Nach strengen treuhänderischen Kriterien, die für zunehmend mehr institutionelle Anleger gelten, ist die Nutzung von ESG Kriterien sogar verpflichtend. Aber auch für Anleger ohne treuhänderische Pflichten gibt es ein großes Potential: Warum sollte man traditionell anlegen, wenn man nach ESG Kriterien anlegen kann ohne Nachteile zu haben?

Es gibt ein paar Gründe, warum es noch nicht mehr ESG Portfolios in Deutschland gibt. So gibt es keinen Konsens darüber, welche ESG Methode genutzt werden sollte. Man kann z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen.

Bei fast allen Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern jedoch auch Gegner finden: Braucht man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus? Sollen Waffenhersteller 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 Kirchen gegen Alkohol im Portfolio sein, obwohl ihnen Weingüter und Bierbrauereien gehören? Sollen Lotterien und Glückspielanbieter legal sein, weil sie viele Steuereinnahmen bringen? Soll Tabakkonsum aus steuerlichen Gründen und weil eine frühe Sterblichkeit die Gesundheitskosten senkt, zugelassen werden? In westlichen Ländern wird kaum ein börsennotiertes Unternehmen illegale Drogen anbieten. Aber einige Drogen sind z.B. in den Niederlanden und neuerdings auch in den USA aufgrund von nachvollziehbaren Gründen legal. Sollen diese 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.

---

[165] Definitionen siehe Söhnholz/Frank 2018

[166] Die meisten Untersuchungen beziehen sich auf Aktien, s. Friede/Busch/Bassen 2016

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 10 Jahren systematisch erhoben und sind käuflich erwerbbar, allerdings sind die ESG-Daten oft teuer und selten einfach auszuwerten. Gerade Anleger mit relativ geringen Anlagevolumina müssen daher auf standardisierte ESG-Produkte ausweichen.

3.2. Umsetzung verantwortungsvoller Aktienportfolios

Zumindest für Aktien zeigen die meisten Studien, dass verantwortungsvolles Anlegen nicht mit niedrigeren Renditen oder höheren Risiken verbunden ist[167]. Zwar ist die Auswahl an „verantwortungsvolle" Titeln geringer als die aller Titel, aber es gibt aufgrund der Vielzahl angebotener Aktien typischerweise keine erheblichen Diversifikationsnachteile, wenn man sich nur auf gute ESG Titel fokussiert.

Im ersten Schritt ist das Ziel von Diversifikator, gute "verantwortungsvolle" Portfolios zu erstellen für attraktive Marktsegmente, für die es noch keine anerkannten "verantwortungsvollen" Indizes gibt. Als erste Segmente wurden deutsche Aktien, weltweite Infrastruktur und Immobilientitel ausgewählt. Deutsche Aktien wurden gewählt, weil es für einen deutschen Anbieter naheliegt. Bisher gibt es unseres Wissens zumindest keinen Publikumsfonds, der E, S und G Kriterien als wichtigste Filter für die Selektion deutscher Aktien nutzt. Es gibt allerdings Fonds, die ökologische Kriterien nutzen und teilweise auch soziale. Nach unseren Untersuchungen sind jedoch Governance-Fakoren besonders wichtig für ESG-Renditen und Risiken[168].

---

[167] Siehe Friede/Busch/Bassen 2016
[168] Siehe Söhnholz 2014

Mit alternativen Anlagesegmenten wie Private Equity, Hedgefonds, Rohstoffen, Infrastruktur und Immobilien haben wir uns bereits jahrelang beschäftigt. Hedgefonds sind keine eigene Anlageklasse und es gibt nur wenige börsennotierte Titel. Ähnliches gilt für Private Equity. Außerdem sind Anlagen in den beiden Segmenten auch über Aktien mit hohen Kosten verbunden. Rohstoffe werden von vielen ESG Anlegern aus diversen Gründen kritisiert. Immobilien und Infrastruktur[169] sind aber große Anlagesemente bzw. separate Anlageklassen mit einer ausreichenden Zahl attraktiver Aktien, für die es unseres Wissens noch keine konsequent nach ESG Kriterien gebildete Publikumsfonds gibt. Daher stehen Infrastrukturaktien und Immobilienaktien und REITs [170] für uns neben deutschen Aktien an erster Stelle für Portfoliobildungen.

3.3. Das Vorgehen von Diversifikator

Da es sich bei den Segmenten um relativ kleine Universen in Bezug auf die Anzahl börsennotierter Aktien handelt und die Portfolios auch für „Selbstbediener" geeignet sein sollen, erfolgt eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere pro Segment. Es sollten immer mindestens 15 Titel in einem Portfolio enthalten sein, um eine gewisse Diversifikation zu erreichen[171]. Die Titel sollen zu Jahresanfang gleichgewichtet in das Portfolio aufgenommen werden. Zu jedem Jahreswechsel erfolgt eine neue Selektion der Titel. Titel aus dem Vorjahr, die im Portfolio verbleiben, werden wieder auf Gleichgewicht rebalanziert. Unsere bisherige Erfahrung mit gleichgewichteten Portfolios mit jährlichem Rebalancing ist sehr positiv[172].

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

---

[169] Wir nutzen möglichst nur „Pure Play" bzw. Kern-Infrastrukturaktien („Netze und Knoten") aus den Bereichen Energie, Wasser, Transport und Telekommunikation aber ohne Sozialinfrastruktur oder Energieproduktion, siehe Jakob 2012 und z.B. Definition der NMX Indizes der LPX Group bzw. Dow Jones Brookfield Infrastructure Indices, dazu gehören auch monopolartige Betreiber von solchen „Netzen und Knoten"

[170] Real Estate Investment Trusts sind meist aktienähnliche Fonds mit hoher Regulierung, insbesondere Ausschüttungsanforderungen

[171] Ausnahme ist das Global Equities ESG S mit standardmäßig nur 5 Titeln, um auch mit relativ geringen Anlagebeträgen Testinvestments tätigen zu können

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

Das Vorgehen der Titelselektion orientiert sich an internationalen Standards und an unseren bisherigen Erfahrungen mit ESG-Portfolios.

Diversifikator nutzt einen mehrstufigen Titelselektionsprozess. Auf Basis eines möglichst großen Universums von Titeln mit ESG-Score[173] werden folgende Kriterien genutzt:

1. Stufe ist die Festlegung des Selektionsuniversums: Die Portfolios sollen grundsätzlich sowohl für Anleger mit relativ geringen Anlagesummen als auch für institutionelle Anleger geeignet sein. Somit werden die kleinsten und illiquidesten Aktien, solche mit geringem Streubesitz aber auch Aktien mit sehr hohen Mindestanlagen ausgeschlossen[174]. Weiterhin muss ein E, S und G Score bzw. Rating von Thomson Reuters vorliegen[175].

2. Stufe ist die Nutzung anerkannter „Ausschlusskriterien", d.h. solche, die auch von MSCI und vergleichbaren ESG- bzw. SRI-Indexanbietern genutzt werden[176]: D.h. alle Unternehmen, mit Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, GMO (Genetisch veränderten Organismen) und Tierversuchen[177]. Auch Unternehmen mit erheblichen Aktivitäten im Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft werden ausgeschlossen. Zusätzlich werden Unternehmen ausgeschlossen[178], die sich auf der aktuellsten Liste von

---

[173] in unserem Fall von Thomson Reuters mit mehreren tausend ESG-gerateten Wertpapieren seit 2002

[174] Das Universum „Deutsche Aktien" umfasst alle Stammaktien mit Hauptsitz in Deutschland und der Haupt-Börsennotiz (Primary Listing) in Deutschland, einer Marktkapitalisierung über 20 Millionen Euro mit über 10 Millionen Euro Free Float, einem Aktienkurs unter EUR 2000 pro Aktie und einem 2Tages Handelsumfang von mindestens 2000 Stück, die keine Insolvenz angemeldet haben. Diese Kriterien – bis auf die Deutschland-Anforderungen –gelten auch für die Aktien des Infrastruktur- und des Immobilienaktien-ESG-Aktienportfolios. Für die globalen Aktienportfolios wurde das minimal nötige Handelsvolumen erhöht (>= 10,5 Mio. EUR im 20Tage-Durchschnitt) und die folgenden drei Selektionskriterien wurden ersatzlos gestrichen: 2Tages Handelsdurchschnitt muss größer als 1.000 Aktien sein, kein Delisting angekündigt, Börsengang darf spätestens im vorigen Kalenderjahr gewesen sein. Ab Ende 2018 wurden die Liquiditätsanforderungen für die Portfolios Deutsche Aktien, Infrastruktur- und Immobilienaktien ersatzlos gestrichen, da sonst nicht mehr genügend Titel in den Portfolios vertreten wären, da zeitglich die Anforderungen an die ESG-Kriterien erhöht wurden. Für die anderen Portfolios und Indizes werden die Liquiditätskriterien aus Praktikabilitätsgründen ab Ende 2018 erst nach den ESG-Kriterien geprüft.

[175] s. Auer/Schuhmacher 2016 zur Bedeutung des Vorhandenseins versus Abwesenheit von ESG Kriterien

[176] Wir schließen bei unseren Analysen „schlechte" ESG-Titel aus. Wir gehen davon aus, dass unterschiedliche ESG-Datenanbieter zu ähnlichen Beurteilungen für schlechte Wertpapiere kommen während es bei „guten" Wertpapieren mehr Abweichungen geben könnten.

[177] s. Eurosif European SRI Study 2016, S. 28 und S. 76

[178] Wir nutzen überwiegend die Ausschlusskriterien in Bezug auf Daten von Thomson Reuters. Automatische Ausschlüsse sind fehlerbehaftet, so können z.B. nicht ausgeschlossene Verlage durchaus „Erwachsenenunterhaltung" veröffentlichen ohne entsprechend erfasst zu werden.

SIPRI (Top100 Arms Database) befinden. [179] Seit Ende 2018 werden aus Klimaschutzgründen auch Unternehmen ausgeschlossen, die Cannabis produzieren sowie solche, die Milchprodukte bzw. Rindfleisch herstellen.

3. Stufe ist ein „Best-in-Class" (für 2017) bzw. „Best-in-Universe" (ab 2018) Ansatz: Identifikation von Wertpapieren, die in Bezug auf Governance (G), Ecology (E) und Social (S) idealerweise mindestens zu den Top 25% aller bewerteten Titel des/der Ratingdatenanbieter(s) gehören (in 2017 nur auf das jeweilige Anlagesegemnt bezogen, ab 2018 auf alle vom Datenanbieter bewerteten Aktien). Sollten in einem Anlageuniversum nicht genug Wertpapiere vorhanden sein, um die geplante Mindestanzahl sicherzustellen, können alle Titel berücksichtigt werden, die zu den Top 75% bei den E, S, und G Scores gehören. Das gilt zum Beispiel für 2017 für Deutsche Aktien und Infrastrukturaktien[180]. Seit Ende 2018 gelten für alle Portfolios Mindestgrenzen von 50%, d.h. alle Titel in den Portfolios müssen bei der letzten vorliegenden Beurteilung zu den besten 50% aller vom Datenlieferanten beurteilten Titel (Best in Universe Ansatz) in den Bereichen E, S und G gehören.

4. Stufe ist Verlustbegrenzung: Es werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% der Aktien im verbliebenen Selektions-Universum – also aller Titel nach Selektionsstufe 3 - mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben. Ende 2018 wurde auch hier auf einen Best-in-Universe Ansatz umgestellt, d.h. dass die Verlustanalyse in Bezug auf alle Titel mit ESG-Bewertung angewendet wird.

   Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens[181]. Außerdem kann man feststellen, dass Aktien mit geringen Risiken nicht unbedingt weniger Rendite bringen müssen als Aktien mit hohen Risiken[182]. Mit der klassischen Kapitalmarkttheorie ist das nicht zu erklären, mit Behavioral Finance Ansätzen jedoch schon. Unabhängig davon wird angestrebt, Portfolios mit begrenztem Risiko zu konstruieren. Die Konzentration auf nur max. 30 Titel im Portfolio bringt gewisse Risiken mit sich. Das spricht dafür, nur Titel ins Portfolio zu nehmen, die nach ESG Kriterien aber auch nach weiteren Risikokriterien risikoarm sind. Meistens wird das Kapitalmarktrisiko dabei in Form von Volatilität gemessen. Davon halten wir konzeptionell wenig. Hohe Verluste schmerzen Anleger meist mehr als hohe Volatilitäten, die auch bei steigenden

---

179 S. www.sipri.org: The SIPRI Top 100 arms-producing and military services companies, 2015

[180] Eine Analyse des sogenannten Top 200 Universum (s. ESG Indizes) illustriert, in welchen Segmenten nur relative wenige TOP ESG Wertpapiere vorhanden sind.

[181] „Drawdown from a previous peak" in der analysierten Periode, also der Abstand zwischen niedrigstem und höchsten Kurs der letzten 12 Monate, sofern der niedrigste auf den höchsten Kurs folgt, wird von uns als konzeptionell besseres und empirisch gleichwertiges Kriterium im Vergleich z.B. zu Volatilität angesehen, siehe dazu z.B. Schuhmacher/Eling 2010 und Folgepublikationen

[182] Siehe dazu die Low-Vola oder Low-Beta „Anomalie"-Diskussion.

Kursen auftreten können. Außerdem zeigt sich, dass Wertpapierrangordnungen nach „max. Loss“ sich kaum von volatilitätsabhängigen Rangordnungen unterscheiden, so dass wir lieber die Kennzahl max. Verlust nutzen.

5. Stufe sind Länderausschlüsse: Unternehmen aus Ländern, die nicht zu den 49 besonders entwickelten Ländern zählen[183], werden ausgeschlossen. Grund: In weniger entwickelten Ländern ist z.B. das Risiko von Kinderarbeit und ähnlichen nicht erwünschten Arbeitsbedingungen höher. Kinderarbeit wird aber bei ESG-Befragungen typischerweise nicht erfasst, da kein Unternehmen, das nach ESG Kriterien berichtet, offiziell Kinderarbeit zulassen wird. Ein weiterer Grund ist die Rechtssicherheit. In entwickelten Ländern ist diese typischerweise hoch. Für Kapitalanlagen in Immobilien und Infrastruktur ist langfristige Rechtssicherheit besonders wichtig. Außerdem sind in nicht-entwickelten Ländern die Konditionen bzw. Bedingungen für den Aktienkauf oft ungünstig für Anleger. Die Handelsbedingungen können je nach Depotbank und z.B. steuerlichen Anforderungen von Anlegern auch für die 49 grundsätzlich zugelassenen Länder suboptimal sein. Anleger werden daher aufgefordert, mögliche Nachteile vor dem Kauf der jeweiligen Aktien zu prüfen.

6. Stufe sind „Governance-Rankings“: Sollten auf der finalen Selektionsliste danach noch mehr als 30 Titel stehen, werden nur die 30 Titel mit dem höchsten Governance Scores ins Portfolio aufgenommen. Wenn weniger als 30 Titel auf der finalen Selektionsliste stehen, wurden bis Ende 2018 auch Wertpapiere zugelassen, deren E, S oder G-Score zu den Top 75% gehört. Ab Ende 2018 mussten alle Titel zu den Top 50% gehören. Wenn das immer noch nicht reicht, um die Anzahl von 30 Wertpapieren zu erreichen, wird das Portfolio mit weniger Titel besetzt, aber mit mindestens 15 Wertpapieren. Ausnahme ist das Global Equities ESG S Portfolio, das nur mit den besten 5 Titeln besetzt wird.

Gewichtung: Die Titel im Portfolio werden zum Portfoliostart gleichgewichtet. Zu Jahresende wird nach der Bestimmung der neuen Portfolios wieder auf Gleichgewicht rebalanziert.

Unterjährig erfolgen nur Anpassungen, wenn diese aus technischen Gründen erforderlich sind, d.h. wenn eine Aktie von der Börse genommen wird[184], wird diese Aktie aus dem Musterportfolio entfernt. Wenn ein Titel unterjährig gegen ein Selektions- oder Ausschlusskriterium verstößt, erfolgen keine Maßnahmen.

---

[183] UNDP, Bericht über die menschliche Entwicklung 2015, S. 246; Anmerkung: Ausschluss geht nach primärer Börsennotiz und Hauptsitz des Unternehmens, so können Unternehmen ins Portfolio kommen, die in HongKong gelistet sind und dort ihr Hauptquartier haben aber überwiegend in China tätig sind, obwohl China nicht zu den Top 49 „Ländern mit sehr hoher menschlicher Entwicklung“ zählen. In den Folgejahren kamen wieter Länder wie z.B. Malaysia hinzu und werden entsprechend berücksichtigt.

[184] Effektiv nicht mehr handelbar ist. Titel, bei denen Unternehmensübernahmen vor der Portfoliobildung angekündigt sind, werden nicht für die Portfolios berücksichtigt.

Das bedeutet, dass ein Anleger über einen Zeitraum von maximal einem Jahr einen oder sehr wenige [185] Titel im Portfolio hält, die nicht erwünscht sind. In Portfolios mit typischerweise 30 Titeln halten wir dies für akzeptabel.[186]

3.4. Deutsche Aktien ESG, Infrastructure ESG und Real Estate ESG (alle 30.12.2016), Global Equities (S) ESG (beide 31.5.2017)[187]

3.4.1. Portfoliozusammensetzungen

1) Universum „Deutsche Aktien"[188]: Nach unserer Startdefinition aus 2017 gab es in den letzten Jahren ca. 150 bis 200 „investierbare" deutsche Aktien pro Jahr. Über 70 von diesen weisen auch ein ESG Rating von Thomson Reuters auf. Etwa 20 weitere werden aufgrund von Ausschlusskriterien nicht berücksichtigt. In 2017 erfüllen nur 15 deutsche Aktien alle Selektionsanforderungen der Stufen 1 bis 5[189].

   Obwohl unsere formalen Mindestanforderungen an die E und S Scores anfangs relativ gering sind, liegen die durchschnittlichen E und S Scores bei deutschen Aktien in den Top 15%.

   Zusammensetzung Anfang 2019: Um die gewünschte Mindestanzahl von 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). 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.

---

[185] Die Wahrscheinlichkeit, dass mehrere Aktien unterjährig gegen ESG-Ausschlusskriterien verstoßen, halten wir für sehr gering.
[186] Für maßgeschneiderte Portfolios können andere Regeln angewendet werden
[187] Basierend auf den Kriterien, die bis August 2017 genutzt wurden
[188] Das Universum „Deutsche Aktien" umfassen alle Stammaktien mit Hauptsitz in Deutschland und der Haupt-Börsennotiz (Primary Listing) in Deutschland, einer Marktkapitalisierung über 20 Millionen Euro mit über 10 Millionen Euro Free Float, einem Aktienkurs unter EUR 2000 pro Aktie und einem 2Tages Handelsumfang von mindestens 2000 Stück, die keine Insolvenz angemeldet haben. Diese Kriterien – bis auf die Deutschland-Anforderungen –gelten auch für die Aktien anderer ESG-Aktienportfolios.
[189] Die Reduktion der Titel in 2017 gegenüber den Vorjahren ist zu einem großen Teil auf eine Verletzung der „Maximalen Verluste" in 2017 zurückzuführen

Finanzdienstleistungen sind mit 30% vertreten, aber 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.

2) Universum „Globale Infrastrukturaktien": Wir nutzen vor allem Aktien der Kategorie „Basic" bzw. „Core" Infrastruktur, d.h. Unternehmen mit Fokus auf traditionelle Energieproduktion (meist als „Utilities" bezeichnet) und Sozialinfrastruktur[190] werden ausgeschlossen. Außerdem werden auch Kern-Infrastruktur-Unternehmen mit Fokus auf Öl- und Gas-Pipelines[191] ausgeschlossen. Davon gab es nach den Ausschlusskriterien wie oben beschrieben weltweit 37 (2007) bis 93 (2016) liquide Titel mit ESG Rating, so dass ein Portfolio mit 28 Aktien zustande kommt, die alle Kriterien erfüllen[192]. Das Start-Portfolio enthält 2 Flughafenbetreiber, 4 Eisen- bzw. U-Bahnbetreiber, 3 Autobahnbetreiber und 3 Hafenbetreiber. Hinzu kommen 5 Spezialisten für Wasserwerke und -Netze, 6 Spezialisten für erneuerbare bzw. Elektroenergie, 3 Telekommunikationsnetzwerkbetreiber und 2 Generalisten. Die Unternehmen sind relativ breit über mehrere Länder verteilt. Das am stärksten vertretene Land ist Hongkong bzw. indirekt China mit 8 Unternehmen.

Obwohl unsere formalen Mindestanforderungen an die E und S Scores anfangs relativ gering sind, liegen die durchschnittlichen E und S Scores in den Top 50% aller Unternehmen mit ESG-Scoring.

Ab 2019 wird noch stärker versucht, ausschließlich auf die Eigentümer und Betreiber von Infrastrukturnetzen und -Knoten bzw. monopolartige Anbieter von öffentlichen Transport-, Wasser-, Energie- und Kommunikationsservices zu fokussieren.

Zusammensetzung Anfang 2019: Um die gewünschte Mindestanzahl von Titeln im Portfolio zu erreichen, wurden die Anforderungen an die Liquidität der Wertpapiere für 2019 aufgehoben. Anfang 2019 sind trotzdem 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. Die USA, Deutschland, die Schweiz und Österreich sind mit keiner Aktie im Portfolio vertreten. 7 Unternehmen sind überwiegend im Bereich Transportinfrastruktur, vor allem Bahn zuzuordnen und 6 der Unternehmen gehören zum Segment erneuerbarer Energien.

---

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

[191] Grund: generell keine „Unterstützung" von fossiler Energie

[192] Einige Ausschlüsse beruhen darauf, dass „weniger entwickelte" Länder nicht berücksichtigt wurden (siehe UNHDP-Liste)

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.

3) Universum Globale Immobilienaktien und Equity-REITs ohne Mortgage REITs und ohne als Investmentfonds angesehene REITs[193]. Weltweit gab es knapp über 300 (2008) bis fast 700 (2017) „investierbare" Aktien. 58 (2007) bis 136 (2017) dieser Titel verfügen über die erforderlichen ESG-Ratings. Es werden nur wenige Titel von Einzeltitelbezogenen Ausschlusskriterien erfasst. Einige Titel, z.B. Unternehmen mit Hauptsitz in China und Thailand, fallen durch die Länderausschlüsse heraus. Mit 40% haben die USA den größten Anteil am Startportfolio.

   Obwohl unsere formalen Mindestanforderungen an die E und S Scores anfangs relativ gering sind, liegen die durchschnittlichen E und S Scores in den Top 50% aller Unternehmen mit ESG-Scoring.

   Zusammensetzung Anfang 2019: Um die gewünschte Mindestanzahl von Titeln im Portfolio zu erreichen, wurden die Anforderungen an die Liquidität der Wertpapiere für 2019 aufgehoben. 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 keine Aktien aus Deutschland, der Schweiz oder 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.

4) Universum „Globale Aktien": Das Start-Portfolio enthält 6 Grundstoffunternehmen, 6 klassische Industrieunternehmen, 7 Konsumgutunternehmen, 4 Technologieunternehmen, 2 Immobilienaktienunternehmen, 2 traditionelle Finanzdienstleister, 1 Telekommunikationsunternehmen, 1 Versorger und 1 Gesundheitsunternehmen. 17 Unternehmen haben ihren Hauptsitz in den USA, 7 in Großbritannien, 4 in Kanada und 2 in Frankreich. Es ist kein asiatisches Unternehmen im Startportfolio. Das globale Aktienportfolio mit nur 5 Aktien ist naturgemäß sehr viel konzentrierter. Starke Abhängigkeiten von den von uns analysierten wichtigsten Faktoren konnten wir aber nicht feststellen.

   Obwohl unsere formalen Mindestanforderungen an die E und S Scores anfangs relativ gering sind, sind im Global Equities ESG Portfolio die schlechtesten Scores zum Start 69% für E und 61% für S und beim Global Equities ESG S Portfolio liegen die Minimumwerte bei 73% für E und 63% für S.

---

[193] Es werden nur als „Ordinary Shares" klassifizierte REITs berücksichtigt. Depotbanken nehmen t.w. Unterscheidungen nach anderen Kriterien vor.

Zusammensetzung Anfang 2019 im Global Equities Portfolio: 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 Anfang 2019 des Global Equities „S" Portfolios: Keines der fünf Unternehmen aus dem Vorjahr ist in 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.

3.4.2. Rückrechnungen der ESG-Aktienportfolios[194]

Zunächst wurde die Rückrechnung für deutsche Aktien durchgeführt. Die relativ geringe Zahl von Aktien mit ESG-Ratings hat dazu geführt, dass wir unsere ursprünglich geplanten Anforderungen von Top 25% G und Top 50% E und S reduzieren mussten, um genug Titel für das Portfolio übrig zu behalten.

Außerdem werden 1,19%[195] an Pauschalgebühren für Beratung und Management pro Jahr angenommen und entsprechend abgezogen. Auch alle anderen Parameter wurden wie für die bestehenden sieben Diversifikator-Portfolios gewählt[196].

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

3.4.2.1. Deutsche Aktien ESG-Portfolio

[194] Basierend auf den Kriterien, die bis August 2017 genutzt wurden

[195] Für das ESG ETF-Portfolio Trend werden aufgrund zusätzlicher erwarteter Transaktionen 2% p.a. angenommen und abgezogen.

[196] Anders als bei den Weltmarktportfolios, bei dem die Selektion der Anlagesegmente und dazugehörige ETFs über die Zeit ziemlich stabil ist, wurde für die Rückrechnung zum jeweiligen Jahreswechsel ein volles Rebalancing auf Gleichgewichtung ausgeführt, was zu nennenswerten Veränderungen der Anlagesegmente (Branchen und für globale Portfolios auch Länder) führen kann,

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

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

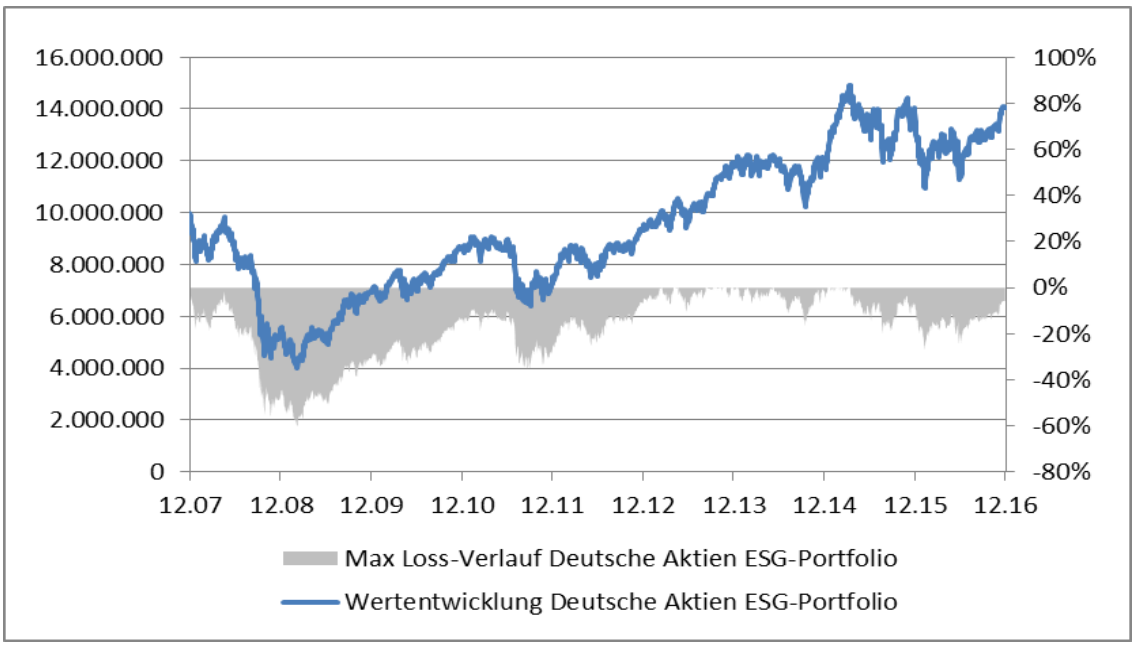


Chart 1: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Deutsche ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung zum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

3.4.2.2. Infrastrukturaktien ESG-Portfolio

	Rendite	Titelanzahl
2008	-43,04%	18

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

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

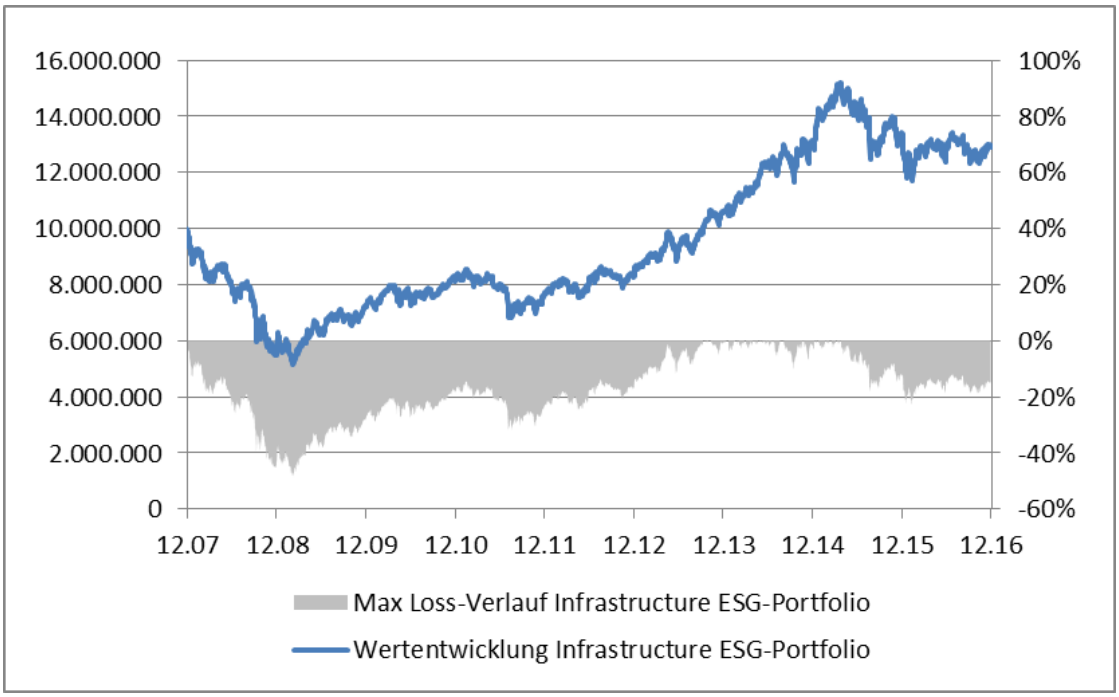


Chart 2: Die Grafikzeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Infrastruktur ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung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

3.4.2.3. Immobilienaktien/REIT ESG-Portfolio

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

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

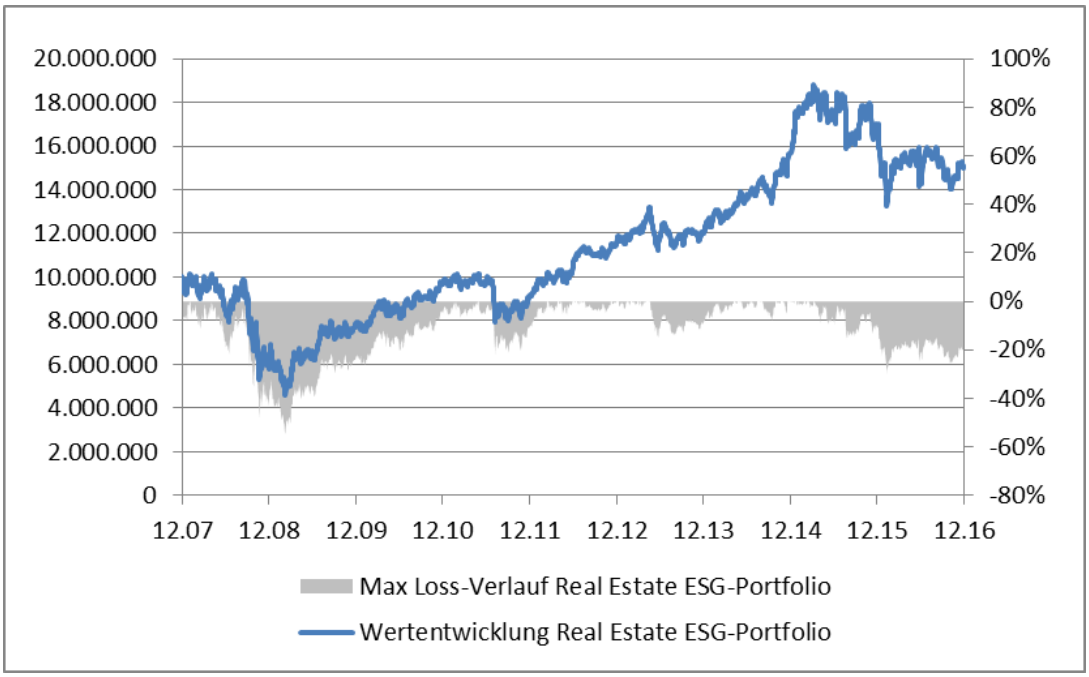


Chart 3: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Immobilien/REIT ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung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

3.4.2.4. Global Equities ESG-Portfolio

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

Rendite	50,1%
Rendite p.a.	4,40%
Volatilität	22,0%
Sharpe Ratio (0%)	0,20
Max Loss	-63,6%

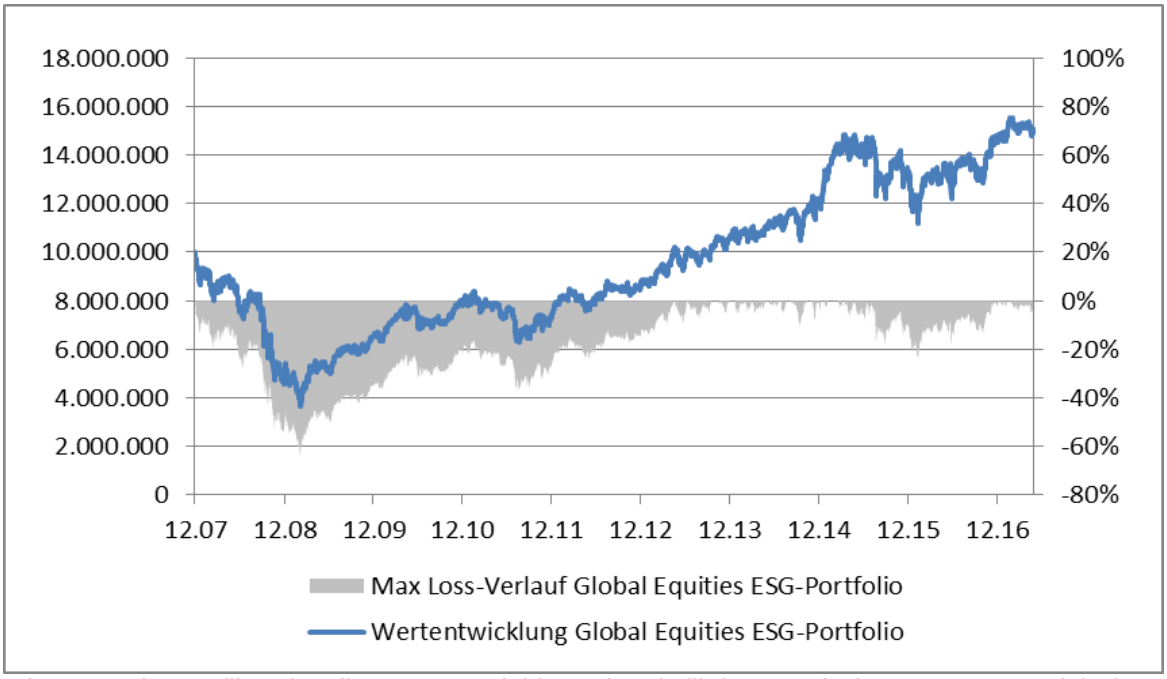


Chart 4: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Global Equities ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung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

3.4.2.5. Global Equities ESG S-Portfolio

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

Rendite	211,3%
Rendite p.a.	12,82%
Volatilität	24,6%
Sharpe Ratio (0%)	0,52
Max Loss	-53,2%

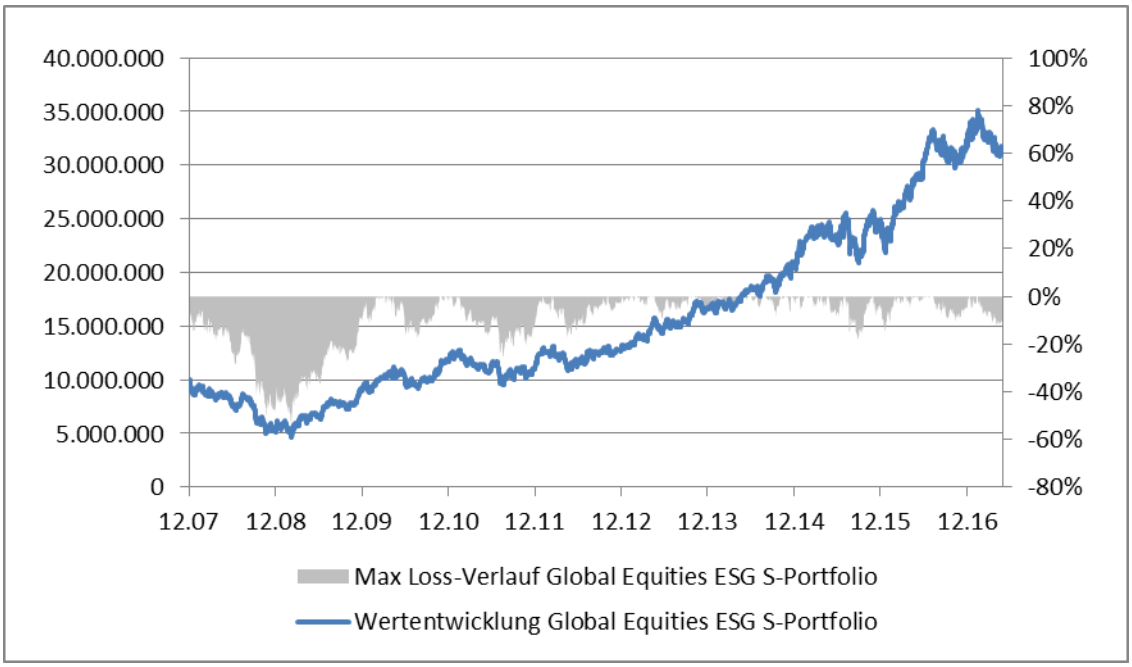


Chart 5: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Global Equities ESG S-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung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

3.5. Regelmäßiges Monitoring und Portfolioänderungen

Technische Anpassungen, z.B. Liquidationen von Aktien, Verschmelzungen oder Übernahmen, werden automatisch in den Depots der Anleger umgesetzt bzw. Anleger werden von ihren Banken bzw. Beratern/Verwaltern über solche Änderungen informiert. Für Liquidität aus solchen Anpassungen bzw. auch Ausschüttungen von Wertpapieren im Portfolio erfolgen unterjährig keine Ersatzanlagevorschläge[197].

Jährlich erfolgt eine systematische Überprüfung der anderen Kriterien (Ausschlüsse, ESG-Scores, Low Risk) und Rebalancing auf Gleichgewicht. Dabei wird angenommen, dass Unternehmen, die im Portfolio sind (d.h. nicht unter Ausschlüsse fallen), sich normalerweise unterjährig nicht zu Ausschlusstiteln entwickeln.

3.6. Top 200 ESG-Indizes und individuelle ESG Portfolios (Start September 2017, online ab Anfang 2019)

3.6.1. Vorgehen und Zusammensetzung

Zunächst wurde nach den ab September 2017 geltenden ESG-Kriterien eine Liste der Top 200 Aktien weltweit gebildet. Dabei wurden nur die Liquiditätsvoraussetzungen[198] und die 6. Stufe „Governance-Ranking" von 30 auf 200 geändert, um auf eine Liste von 200 Titeln zu kommen. Die Zahl 200 wurde gewählt, um möglichst sicher zu stellen, dass aus den größten Ländern und Branchen jeweils mehrere Titel vorhanden sein sollten.

Aus diesen 200 Titeln wurden 16 Indizes gebildet. Das sind 6 Länder- bzw. Regionenindizes: Welt (also alle 200 Titel), USA, Europa, Euroland, United Kingdom und Schweizer Aktien. Hinzu kommen für 2017 zehn Branchenindizes: Basiskonsumgüter, Finanzdienstleistungen, Gesundheit, Grundstoffe, Immobilien, Industrie, Nicht-Basiskonsumgüter, Technologie, Telekommunikation und Versorger. Da wir mindestens 3 Titel in einem Index haben wollen, kann sich die Anzahl der Indizes ändern. So gibt es für 2019 keinen Versorgerindex mehr („Ersatz" dafür ist der Ökoindex, siehe unten).

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

---

[197] Für institutionelle Anleger ist ein solcher Service jedoch möglich

[198] In den letzten 20 Handelstagen muss das Handelsvolumen jeweils über EUR 20 Mio. gelegen haben. Begründung: Indizes sollen auch für Großanleger zugänglich sein und daher typische institutionelle Mindestliquiditätsanforderungen erfüllen.

Zusätzlich können individuelle ESG-Portfolios aus den Top 200 gebildet werden. Z.B. können Länder- und Branchenselektion von Anlegern miteinander kombiniert werden und zusätzlich können einzelne Titel ausgeschlossen werden[199].

Zusammensetzung Anfang 2019: Aufgrund der Ende 2018 stark erhöhten Anforderungen an die ESG Kriterien, sind nur knapp 70 der Aktien aus 2018 auch 2019 wieder unter den 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.

3.6.2. Unterschiede zwischen standardisierten und individuellen Portfolios und Indizes

Diversifikator ist mit den Portfolios gestartet, für die es aus Sicht des Initiators Marktlücken gab: Passive Multi-ETF Portfolios und passive ESG Portfolios ohne Vorbilder am deutschen und meist auch internationalen Kapitalmarkt für passive prognosefreie Anleger. So wurden die Immobilienaktien und Infrastrukturaktienportfolios eingeführt, weil sie einen diversifizierten ESG Zugang zu diesen beiden Anlageklassen ermöglichen sollen, die in vielen Anlegerportfolios nicht adäquat vertreten sind.

Für passive Anleger ist es typischerweise ausreichend, ein globales ESG Aktienportfolio zu halten. Die neuen Länder- und Branchenindizes, die wie alle Diversifikatorlösungen passiv und prognosefrei sind, wurden für „allokationsaktive" bzw. prognosebasierte Anleger entwickelt, die einzelne Länder oder Branchen über- oder unter-gewichten wollen, aber keine Einzeltitelselektion vornehmen wollen. Für solche Anleger sind wiederum die individuellen Portfolios entwickelt worden.

Es gibt drei wesentliche Unterschiede zwischen Portfolios und Indizes: Anzahl der Bestandteile (bzw. Liquiditätsanforderungen), Kostenberücksichtigung und Zusatzservices:

Mit Ausnahme des Global Equities S Portfolios (5 Titel), haben Portfolios mit 15 bis 30 eine Mindest- und eine Maximalanzahl von Komponenten, die nicht alle in den Top 200 ESG Titeln enthalten sein müssen. So enthalten die Portfolios Deutsche Aktien, Infrastukturaktien und Immobilienaktien zum Beispiel Positionen, die die Liquiditätsanforderungen der Indizes nicht erfüllen müssen.

---

[199] Diese Funktionalität soll allen Privatanlegern ab 2019 zugänglich gemacht werden

Mit Ausnahme des Top 200 Index haben Indizes von Diversifikator keine fixe Anzahl von Bestandteilen und beziehen sich nur auf die Top 200 ESG Titel.

Individuelle ESG-Portfolios sind individuelle Kombinationen von Indizes und Ausschlüssen.

Beispiele: Der ESG-Immobilien Sektorindex umfasst keine fixe Anzahl und als Resultat weniger Titel als das entsprechende bereits bestehende ESG Portfolio, weil die Selektion des Index auf die globalen Top 200 ESG-Titel und entsprechende Liquiditätsanforderungen beschränkt ist. In den standardisierten Portfolios sind zusätzliche Titel aufgeführt, die im Ranking außerhalb der Top 200 liegen. Da das Ranking nach „Governance" erfolgt, können die Governancewerte etwas niedriger liegen als bei den Top 200 Titeln. Bei E und S und maximalen Verlusten müssen die Titel weiterhin zu den besten 75% bzw. ab 2019 zu den besten 50% gehören.

Kostenberücksichtigung: Bei der Berechnung der Indizes werden keine Kosten berücksichtigt, da diese individuell – je nach Anzahl der Titel, Depotbank und genutztem Berater/Verwalter – sehr unterschiedlich sein können. Portfoliokennzahlen dagegen werden nach einem fiktiven Kostenabzug von 1% p.a. berechnet.

Zusatzservices: Für Standard-Portfolios werden zahlreiche Zusatzfunktionen und Analysen bereitgestellt, für Indizes nur wenige.

In 2017 waren auch im Global Equities ESG Portfolio noch Titel enthalten, die nicht zu den Top 200 ESG Titeln gehören. Das liegt an den ab September geänderten aber für die Bestandsportfolios erst zum Jahresende 2017 angewendeten strikteren Restriktionen bei E und S Kriterien bzw. an der strikteren Ausschlussregel für maximale Verluste (Max Loss). Während bis September 2017 der Max Loss innerhalb der Top 75% aller Titel unabhängig von ESG Kriterien liegen musste, muss er nun unter den Top 75% aller verbliebenen Titel nach der ESG-Selektion liegen. Diese Grenze wurde für alle Indizes und Portfolios ab Ende 2018 auf 50% hochgesetzt.

3.7. Der Öko-ESG-Index und der Impact-ESG-Index

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

Investments (Environment, Social, Governance) für Anlagen, die besonderen Wert auf ökologische, soziale und Unternehmensführungsqualität legen[200].

Vor allem soziale Venture Capital Investments (Eigenkapital für Startups) bzw. Projektfinanzierungen werden oft als Impact oder Mission Investments bezeichnet, also als Investments, die einen positiven sozialen aber oft auch ökologischen Beitrag liefern sollen. Viele der so finanzierten Projekte bzw. Unternehmen werden ökonomisch nicht erfolgreich und selbst bei erfolgreichen Projekten kann oft viel Zeit bis zu den ersten nennenswerten Kapitalrückflüssen an Anleger vergehen, da meist viel Aufwand für Aufklärung/Marketing betrieben werden muss. Das sind Umstände, die für traditionelle Kreditfinanzierungen oder Eigenkapitalinvestments oft nicht attraktiv sind (s.a. Karen Wendt, Positive Impact Investments, Arbeitspapier, 11.12.2017, S. 7).

In der Reinform sind drei Arten von Investments zu unterscheiden:

- Traditionelle, primär gewinnorientierte Investments

- ESG Investments, die neben Gewinnzielen auch ESG-Ziele verfolgen

- Impact Investments ohne primäres Gewinnziel, die positiven „Impact" ohne Kapitalverluste erreichen wollen

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

Diversifikator bietet traditionelle und ESG Investments an, wobei die ESG Investments von Diversifikator die gleichen Gewinnziele haben wie traditionelle Investments. Die ESG Investments von Diversifikator werden als „Pure ESG" bezeichnet, weil die Aktienselektion (fast) nur anhand von ESG-Kriterien erfolgt und „ökonomische" Kriterien (bis auf maximale Verluste) keine Rolle spielen. Die meisten sogenannten ESG Angebote am Markt nutzen vor allem ökonomische Kriterien zur Aktienselektion und zusätzlich einen oder mehrere ESG-Ausschlüsse und ggf. noch Best-In-Class Ansätze. Diversifikator nutzt E, S und G-Ratings von Thomson Reuters, deren Berechnung sich nach Branchen unterschieden kann. Für die Aktienselektion gelten jedoch für alle Unternehmen dieselben Mindestvoraussetzungen, um in die Portfolios aufgenommen zu werden („Best-in Universe").

Zusätzlich bietet Diversifikator gewinnorientierte (ESG-) Impact Anlagen an. Dabei verfolgt Diversifikator einen pragmatischen Ansatz der darin besteht, aus traditionellen liquiden Aktien diejenigen traditionellen börsennotierten Aktiengesellschaften zu identifizieren, die einerseits strengen ESG Kriterien entsprechen und andererseits auch einen positiven sozialen oder ökologischen Impact liefern können. Das unterscheidet sich von den meisten anderen Impact-Angeboten am Markt, die meist vor allem auf illiquide bzw. wenig liquide Investments setzen und oft keine oder nur niedrige ESG-Anforderungen an die Investments stellen.

---

[200] Zu Definitionen siehe auch Söhnholz/Frank 2018

Der Fokus auf strenge ESG Kriterien soll sicherstellen, dass keine Aktien in die Impact-Portfolios aufgenommen werden, die selbst nicht nach solchen Kriterien ausgerichtet sind.

Basis für 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.

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. Daher ist eine Selektion solcher Unternehmen für einen Impact Index nicht perfekt.

Während einige der o.g. Ziele manchmal durch gute Erfüllung von ESG Kriterien (z.B. gender equality, decent work and economic growth, innovation, responsible production) erreicht werden können, gibt es in anderen SDG-Bereichen gar keine börsennotierten Aktiengesellschaften.

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

- Gesundheitsförderung: Gesundheitswesen

- Umweltförderung: Erneuerbare Energien und relevante (elektrische) Infrastruktur, (monopolartige) öffentliche Transportangebote, v.a. Schienenverkehr (nicht jedoch private Fluggesellschaften), Forstwirtschaft, Wasserver- und –entsorger und Receyclingunternehmen

Dabei ist allerdings nicht sicher, dass alle Unternehmen der aufgeführten Branchen mit guten ESG-Beurteilungen, wie z.B. Brillen- und Waagenhersteller, auch einen nennenswerten positiven Impact im Sinne der UN Prinzipien bringen.

Zusätzlich zu den beiden oben genannten Branchen könnte man aufgrund anderer möglicherweise positiver Impact-Aktivitäten einzelne Unternehmen anderer Branchen hinzunehmen, z.B. Generika-Hersteller, Hersteller von ökologischen Verpackungen oder Hersteller von Lokomotiven. Diese Ausnahmen werden jedoch bei unserer Portfoliobildung nicht berücksichtigt, weil sie nicht eindeutig mit klaren Regeln erfasst werden können und Diversifikator nur regelbasierte und damit auch transparent nachvollziehbare Portfolios anbietet.

Mit dem Healthcare bzw. Gesundheits-ESG-Index von Diversifikator wird der Bereich Gesundheitsförderung bereits abgedeckt. Anfang 2018 kam der Öko ESG-Index mit den unter Umweltförderung genannten Branchen hinzu. Der neue Impact ESG-Index vereint de Healthcare- und den Ökoindex, indem alle jeweiligen Bestandteile gleichgewichtet werden.

Der Ökoindex enthält Anfang 2018 nur 3 Titel, der Gesundheitsbranchenindex 11 und der Impact-Index damit 14. Wie bei allen ESG Portfolios werden jeweils am Jahresende die Regeln überprüft und neu angewendet und die Portfoliobestandteile auf das Ausgangsgewicht rebalanziert.

3.8. Erweiterungsmöglichkeiten für institutionelle Anleger

Für Geschäftspartner und institutionelle Anleger können individuelle Portfolios z.B. für andere Anlageuniversen entwickelt werden. Außerdem kann ein individuelles ESG-Reporting geliefert werden und auch (ESG-) Stimmrechtsausübungen sind möglich. Auch andere bzw. weitere ESG-Datenquellen können genutzt werden.

4. Systematische Portfolioveränderungen im Zeitverlauf

4.1. Muster- und Anlegerportfolios: Eine Vorbemerkung

Die folgenden Regeln beziehen sich auf das Vorgehen für „Neuanlage-Portfolios" (= Musterportfolios). Bestandsanleger erhalten die Änderungsinformationen zu Neuanlageportfolios, wenn Sie sich für die entsprechenden News angemeldet haben.[201]

Es gibt keine automatischen Veränderungen von Bestandsportfolios (= Anlegerportfolios) durch Diversifikator, denn Diversifikator hat normalerweise keinerlei Informationen über die Depots von Anlegern. Aus diesem Grund werden auch keine konkreten Handlungsempfehlungen für Bestandsanlagen abgegeben. Für gute konkrete Handlungsempfehlungen sind Informationen über das im Portfolio angelegte Volumen, individuelle Anlagestrategien (z.B. Sparpläne) und die Handels- bzw. Umsetzungskosten im jeweiligen Depot erforderlich. Diese können teilweise erheblich voneinander abweichen. Diversifikator bemüht sich aber, auch für Muster- bzw. Neuanlageportfolios die Handelstransaktionen gering zu halten.

Es ist abzusehen, dass Musterportfolios künftig standardisiert für mehrere Anleger bei einem spezifischen Depotverwalter umgesetzt werden können (standardisierte Vermögensverwaltung bzw. Bestandsportfolios). Für solche Fälle werden künftig weitere spezifische Regeln entwickelt und kommuniziert.

---

[201] Aktuell steht nur eine generelle Newsfunktion zur Verfügung, d.h. alle Newsabonnenten erhalten „News" zu allen Portfolios. Es ist geplant, künftig News pro Portfolio anzubieten.

Eine jederzeitige Nachbildung aller Änderungen der Neuanlageportfolios kann gerade für kleine Anlagesummen zu erheblichen Umsetzungskosten führen und ist daher nicht ratsam. Bestandsanleger bzw. ihre Berater/Verwalter müssen jeweils selbst entscheiden, ob bzw. in wie weit sie Änderungen von Neuanlageportfolios auch in ihren Bestandsportfolios nachvollziehen. Jede Portfolioänderung von Diversifikator wird mit einem fiktiven Handel dokumentiert. Diese sind auf der Diversifikator-Webseite unter „Archiv" (über „Detailmenu" erreichbar) transparent verfügbar.

Die Performanceberechnungen auf der Internetseite von Diversifikator stellen die Performance von Musterportfolios dar und berücksichtigen daher unverzüglich alle Änderungen von Neuanlageportfolios.

Die aktuellen Zusammensetzungen von Neuanlageportfolios sind in den „Portfolio-Downloads" auf der Internetseite von Diversifikator zu finden. Die dort erstellbare ISIN-Liste ist eine Kaufliste, die vom Anlegerrisiko oder der gewünschten Cash-Allokation bestimmt wird und weicht auch dadurch von der Zusammensetzung der Musterportfolios ab, dass wir aufgrund von Kursschwankungen einen Cash-Puffer einbauen.

4.2. Mögliche Gründe für Rebalanzierungen

Rebalanzierung im engeren Sinn bedeutet, daß ein Portfolio, welches sich durch Performance der Anlageklassen oder z.B. durch Zuführungen oder Entnahmen von der Zielallokation entfernt hat, wieder auf die ursprüngliche Zielallokation gebracht wird. Davon unterscheiden kann man Rebalanzierungen im weiteren Sinn, die auf eine neue Zielallokation erfolgen. Rebalanzierungen können manuell oder automatisiert durchgeführt werden.

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

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

Wenn man ein Portfolio ohne Rebalanzierungen laufen lässt, steigt der Anteil der relativ besser rentierenden Anlageklassen an. Theoretisch sind das die Anlageklassen mit den höchsten Risiken,

so dass das Portfolio insgesamt langfristig riskanter wird[202]. Rebalanzierungen dienen daher oft der Risikosenkung.

Es gibt weitere Gründe für systematische Portfolioänderungen, die technisch keine Rebalanzierungen auf das Ausgangsgewicht sind. So können sich die Anlegerpräferenzen ändern [203]. Private Anleger werden im Laufe ihres Lebens typischerweise zunächst risikotragfähiger, weil sie mehr verdienen und höhere Vermögen bzw. Puffer schaffen können. In der Entsparphase, also wenn sie oft keine oder nur geringe regelmäßige Einkommen erzielen, werden Anleger dagegen typischerweise wieder risikoscheuer. Portfolios, die auf die Risikotragfähigkeit der Anleger ausgerichtet sind, sollten entsprechend geändert werden.

Wenn man den Diversifikator-Empfehlungen folgt, muss dabei allerdings in diesem Fall „nur" die Cash-Quote angepasst werden, nicht die grundsätzliche Allokation zu renditeorientierten Portfolioelementen.

Außerdem können sich die Märkte ändern, insbesondere die Rendite- und Risikoerwartungen an Anlageklassen. Ziel-Allokationen, die von Prognosen abhängig sind, können sich dann ebenfalls ändern. Das trifft im Fall der prognosefreien Kapitalanlage von Diversifikator nicht zu.

4.3. Unterschiedliche Rebalanzierungsmethoden im Vergleich

Unsere eigenen Analysen von 2008 bis 20015 zeigen, dass es kaum Unterschiede zwischen jährlichen und häufigeren Rebalanzierungen gibt, aber dass in dieser Periode alle Rebalanzierungen vor Kosten besser als Buy and Hold (keine Rebalanzierungen) gewesen wären.

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

---

[202] S. Vanguard Research: Best practices for portfolio rebalancing, Nov.2015 (Vanguard analysiert Daten von 3 Anlagesegmenten (Aktien, Anleihen, Geldmarkt) von 1926 bis 2014),S. 4

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

Mit Rebalanzierungen sind aber sicher immer Kosten verbunden und zwar nicht nur direkte Transaktionskosten, sondern unter Umständen auch steuerliche Effekte und andere indirekte Kosten[204].

Allerdings ist unser Weltmarktportfolio nur eine vereinfachte Abbildung des echten Weltmarktportfolios. „Das" echte Weltmarktportfolio ist schwer zu bestimmen: Unterschiedliche Untersuchungen kommen zu unterschiedlichen Weltmarktportfolios und nicht alle diese Untersuchungen werden regelmäßig aktualisiert. Sogar bei denselben Quellen gibt es Abweichungen, die teilweise erheblich sein können.[205]

4.4. Warum das Weltmarktportfolio nicht rebalanziert werden muss

Wir nehmen an, dass es insgesamt auch künftig über mehrere Jahre hinweg typischerweise nur relativ geringe jährliche Verschiebungen bei den Marktkapitalisierungen der einzelnen Anlageklassen geben wird[206]. Vanguard analysiert z.B. die Periode von 2006 bis 2014, in denen Aktienanteile zeitweise bei 62% Prozent lagen, in der Krise 2008 auf 38% sanken und dann wieder auf 56% stiegen. Vanguard stellt fest, dass diese Verschiebungen im Wesentlichen auf Performanceentwicklungen der Anlageklassen zurückzuführen sind: „This suggests that investors in aggregate may not rebalance".[207]

Weiterhin nehmen wir an, dass die Weltmarktportfolios von Diversifikator den Weltkapitalstock gut abbilden.

Bei diesen Annahmen kann gut argumentiert werden, dass Rebalanzierungen[208] für das Weltmarktportfolio nicht nötig sind, weil das investierte Portfolio sich durch aktuelle Marktentwicklungen genauso entwickeln sollte wie das theoretische Weltmarktportfolio.

Trotzdem ist es interessant, die typischen Effekte von Rebalanzierungen zu verstehen. So gibt es die Ansicht, dass der Verzicht auf Rebalanzierungen wie im Weltmarktportfolio das Risiko im Portfolio erhöht.

---

[204] Vanguard 2015, S. 3: Taxes, direct transaction costs, time and labor (opportunity) costs, trading restrictions

[205] Siehe z.B. die Agrarallokation bei Vacchino/Schuller 2015 versus Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016. Das Reporting der Anlageklassen kann sich je nach Datenquelle, Land und Anlageklasse unterscheiden. Dafür können landesspezifische Gesetze und Regulierungen verantwortlich sein.

[206] Siehe Allokationen über mehrere Jahre bei Doeswijk/Lam/Swinkels 2015 und Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016 und 2018. Das gilt aber nur, wenn sich Währungseffekte in Grenzen halten, denn diese können in kurzer Zeit zu Veränderungen führen, wenn die Assetallokationen von Währungsräumen voneinander abweichen

[207] S. Vanguard 2015, S. 4

[208] der Begriff wird im Folgenden auch für andere systematische Allokationsanpassungen verwendet

Konzeptionell sollte ein Verzicht auf Rebalanzierungen dazu führen, dass Anlageklassen mit höheren Renditen langfristig auch höhere Portfolioanteile erhalten und damit das Portfolio tatsächlich riskanter wird, wenn man annimmt, dass höhere Renditen mit höheren Risiken einhergehen.

Rebalanzierungen zu nutzen, um Portfoliorenditen zu erhöhen, ist daher konzeptionell nur sinnvoll, wenn man an eine sogenannte Mean Reversion glaubt, d.h. daran, dass langfristig keine Anlageklasse eine andere renditemäßig dominieren wird. Um möglichst hohe Renditen zu erreichen, wäre es andernfalls besser, alles in die riskanteste Anlageklasse, also die mit den höchsten Renditeerwartungen anzulegen[209]. Oder man weiß nicht, welche Anlageklassen künftig outperformen werden. Das spricht für eine Gleichgewichtung von Anlageklassen mit regelmäßiger Rebalanzierung.

Da eine stärkere Portfoliokonzentration in einzelnen Anlageklassen bzw. höhere Renditen einzelner Anlageklassen nach gängiger Theorie mit höheren Risiken einhergehen, sollten Rebalanzierungen auch genutzt werden, um Portfoliorisiken zu reduzieren.

Statistisch zeigt sich, dass Rebalanzierungen nicht unbedingt bessere Renditen oder geringere Risiken für Portfolios mit sich bringen[210]. Die erzielten Resultate hängen dabei auch von den betrachteten Perioden ab. In bestimmten Marktperioden, z.B. bei steigender Marktvolatilität oder stark abweichenden Entwicklungen einzelner Anlageklassen, können Rebalanzierungen zu Verlusten relativ zu Nicht-Rebalanzierungen („constant mix“) führen. In anderen Marktphasen kann das Gegenteil der Fall sein[211].

4.5. Regelmäßige systematische Überprüfungen aber nicht unbedingt Rebalanzierungen

[209] s. weiter unten zitierte Quellen und auch Vanguard 2015, S. 5

[210] Weigel, Eric J.: That free rebalancing dessert can be costly, Global Focus Capital Working Paper 2016, S. 3: “rebalancing itself will not guard against fairly dramatic changes to portfolio volatility”; S 8: “different forms of market behavior lead to different outcomes with neither constant mix rebalancing or buy and hold dominating in terms of wealth creation”. (2000 bis Anfang 2016). S. 11: “when volatility spikes up the constant mix rebalance program will experience a loss relative to the buy and hold portfolio”.

[211] Granger, Nick; Greening, Doug; Harvey, Campell H.; Rattray, Sandy; Zou, David: Rebalancing Risk, Working Paper Okt. 3, 2014: Rebalancing strategy adds risk compared to buy and hold. Analysen 2000 bis 2014: S. 17: Diverging asset prices can lead to marked underperformance of rebalancing strategies (Verweis auf 2000-2002 und 2008/2009).

Wir haben uns für eine jährliche Überprüfung der Portfolios entschieden, die jedoch nicht unbedingt zu Änderungen der Portfolios führen muss sondern auch ergeben kann, dass keine Änderungen nötig bzw. sinnvoll sind. Die Gründe für diese Frequenz sind vielfältig. Eine Anpassung der unterjährigen Abweichung des Live-Portfolios von den zu Jahresbeginn festgelegten Soll-Allokationen müsste bedingen, dass das echte Weltmarktportfolio auch unterjährlich gemessen wird, um die Abweichung zur aktuellen Soll-Allokation feststellen und ggf. neutralisieren zu können. Eine unterjährige/fortlaufende Messung der Marktkapitalisierungen aller Anlageklassen (sei es auch nur auf Basis ihrer Veränderungen zur letztmaligen Messung) halten wir für nicht praktikabel. Außerdem muss eine Abweichung signifikant genug sein, um die Kosten einer Rebalanzierung zu rechtfertigen. Denn wenn eine Allokation sich ändert, ändern sich auch die übrigen Allokationen im Portfolio.

4.6. Regelmäßige unterjährige Anpassungen der Musterportfolios

Verschmelzungen von Aktien oder ETFs werden sofort im Musterportfolio umgesetzt. Wenn Aktien oder ETFs ersatzlos entfallen, wird nach einem Ersatz gesucht, der den Allokations- und Aktien- bzw. ETF-Selektionsregeln entspricht. Wenn ein solcher Ersatz gefunden wird, wird er innerhalb eines Monats nach Entfall des ursprünglichen ETFs bzw. der ursprünglichen Aktie im Portfolio aufgenommen. Wenn kein passender ETF gefunden wird, erfolgt die Allokation bis zur jährlichen Portfolioüberprüfung in „Cash".[212]

Cash aus ausschüttenden ETFs wird für das Musterportfolio direkt nach der Ausschüttung wieder in den zugehörigen ETF angelegt. Beim Diversifikator Equity Income (DW) ETF-Portfolio wird das ausgeschüttete „Cash" bis zum Jahresende gesammelt und dort in den ETF angelegt, der die höchste Abweichung zu seiner Soll-Allokation aufweist. Dieses Vorgehen der Wiederanlage ist Bestandteil der Strategie und den Eigenschaften dieses ausschüttenden ETF-Portfolios angepasst.

Die entsprechenden Änderungen werden Newsempfängern mitgeteilt. Der Anleger bzw. Berater bzw. Verwalter entscheidet, was mit gegebenenfalls freiwerdendem Cash passiert.

4.7. Vorgehen bei der regelmäßigen jährliche Portfolioüberprüfung der Musterportfolios

Einmal pro Jahr werden alle Portfolios systematisch überprüft. Dabei werden folgende Schritte durchgeführt:

---

[212] Es sollte immer passende Aktien geben, deshalb sind hier nur ETFs erwähnt

1) Zuerst wird überprüft, ob es sinnvoll ist, die Asset-Allokation bzw. die Regeln für signalgesteuerte Portfolios zu ändern

2) Anschließend wird überprüft, ob das Selektionsuniversum um andere Produkte als ETFs, zum Beispiel institutionelle Anteilklassen anderer passiver Fonds, erweitert werden soll.

3) Dann wird überprüft, ob das ETF-Universum, auf das die jeweiligen Regeln angewendet werden, geändert werden soll, also z.B. ob zusätzlich nicht-EU ETFs (Stichwort Brexit) aufgenommen werden sollen.

4) Im nächsten Schritt wird überprüft, ob es sinnvoll ist, die ETF-Selektionsregeln oder die Einzeltitelselektionskriterien zu ändern.

5) Anschließend werden die jeweiligen Selektionsregeln auf die jeweiligen Universen angewendet.

6) Zusätzlich wird überprüft, ob es z.B. aus steuerlicher Sicht interessante Portfolioänderungsideen für Bestands-Anleger geben kann, die dann an die jeweiligen Newsempfänger kommuniziert werden.

7) Zum Jahresende werden die Musterportfolios entsprechend angepasst und die Änderungen an die Newsempfänger kommuniziert.

Die so durchgeführten Überprüfungen für das Jahr 2016 ergaben nur sehr wenige Portfolioänderungen.[213] Das wird auch für die Zukunft erwartet. Alle Änderungen werden auf www.diversifikator.com im „Archiv" dokumentiert.

Der genaue Zeitpunkt der künftigen Überprüfung ist abhängig davon, ob/wann es neue Untersuchungen bzw. andere Informationen gibt, die für die o.g. möglichen Änderungen relevant sind. Es ist geplant, die Überprüfung jährlich im Dezember durchzuführen[214].

4.8. Asset-Allokationsänderungen in normalen Marktphasen

Wir planen auch in Zukunft die Asset-Allokationen auf frei öffentlich zugänglichen Informationen zu basieren. Dazu werden vor allem künftige Untersuchungen der beiden bisher wichtigsten Quellen Doesjwijk/Lam/Swinkels aus dem Jahr 2014 und Vacchino/Schuller aus 2015 berücksichtigt.

---

[213] Mit dem Begriff „strategisch". Anpassungen, die den Begriff „diversifizierend" nutzen und Allokationen auf ihre Soll-Gewichtungen zurückführten, kamen hinzu.
[214] Stichtag für Analysen ist dann der 30.11. eines Jahres

Im Oktober 2016 ist „The Global Capital Stock: A Proxy for the Unobservable Global Market Portfolio“ von Gregory Gadzinski, Markus Schuller und Andrea Vacchino erschienen.

Diese Quellen erfassen Kapitalanlagen bis Ende 2012 bzw. Ende 2015. Beide Quellen haben Stärken und Schwächen und werden von uns daher nicht eins zu eins übernommen, sondern gemeinsam mit Erkenntnissen aus weiteren Quellen zu einem ETF-Portfolio zusammengestellt. [215]

Gadzinski/Schuller/Vacchino ergibt weitgehend stabile Allokationen zu einzelnen Assetklassen für die analysierte Periode von 2005 bis 2015. Verschiebungen gab es in der Zeit vor allem von Immobilien zu Anleihen.

Allerdings sind die Zahlen vor allem bei „Land“ erheblich anders als bei der Vorabveröffentlichung der Daten [216]. Als Konsequenz für uns ergibt sich ein Abbau unserer Allokation zum Agraraktiensektor von aktuell 5% auf 0%. Begründung: Bei Vacchino/Schuller lag der Agraranteil noch bei 16%, bei Gadzinski/Schuller/Vacchino liegt er dagegen in keinem Jahr über 2%. Für diese Veränderung haben wir keine Erklärung gefunden.

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

Die aktualisierte Untersuchung von Doeswijk/Lam/Swinkels wird unseres Wissen erst im Februar 2017 publiziert und daher erst für mögliche Portfolioänderungen in der jährlichen Überprüfung zu Ende 2017 berücksichtigt.

Anlagesegment	Doeswijk/Lam/ Swinkels (2014)	Vacchino/ Schuller (2015)	Gadzinski/ Schuller/ Vacchino (2016)	Diversifikator (2016)	Diversifikator (2017)
Staatsanleihen	33%	18%	20%	20%	20%
Inflationsgeb. Anleihen	2%	0%	0%	5%	5%
Unternehmens-Anleihen	20%	17%	21%	20%	20%
Immobilien	5%	12%	21%	10%	10%

[215] Die meisten Schwächen bzw. Einschränkungen der jeweiligen Ansätze werden in den Publikationen selbst beschrieben. Dabei geht es z.B. um Abgrenzungen zwischen Kapitalanlagen und unternehmerischen Anlagen z.B. in Bezug auf Unternehmensbeteiligungen und die schwierige Bestimmung der Werte von illiquiden Anlagen.
[216] Vacchino/Schuller 2015

Rohstoffe/Agrar-/Forst-Land	1%	16%	2%	10%	5%
Infrastruktur		0%	0%	5%	5%
Aktien (inkl. PE)	39%	38%	35%	30%	35%
	100%	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

4.9. Asset-Allokationsänderungen bei Marktverwerfungen

Grundsätzlich sind künftig mehrere „Verwerfungsszenarien" denkbar:

a. Es gibt große Marktverwerfungen (wie die Krise 2008) kurz bevor die Untersuchungen, auf die wir uns stützen, fertig gestellt werden.
b. Die Verwerfungen erfolgen nach Fertigstellung der Untersuchung aber vor unserem Überprüfungstermin.
c. Die Verwerfungen erfolgen nach Fertigstellung der Untersuchung und nach unserem Überprüfungstermin.

Auch Marktverwerfungen führen nicht zu unterjährigen Änderungen der Portfolios, da Anleger sie ja „mitmachen" und daher Anpassungen nicht nötig sind. Marktverwerfungen können aber dazu führen, dass die Ergebnisse veröffentlichter Untersuchungen als Basis für systematische Jahresend-Änderungen relativiert werden müssen.

Im Fall a sind die veröffentlichten Untersuchungsergebnisse eine gute Basis für die jährliche systematische Portfolioüberprüfung. Im Fall b und c müssen die Untersuchungsergebnisse krisenbezogen möglicherweise adjustiert werden. Das soll am Beispiel der Finanzkrise 2008 erläutert werden: Die größten Veränderungen in der Analyse von Gadzinski/Schuller/Vacchino gab es von Ende 2007 auf Ende 2008 im Anteil „Public Equity" der von 15% auf 9% sank. Ende 2009 betrug er jedoch schon wieder 12%. Die Allokations-Änderungen bei den anderen Anlageklassen lagen jeweils unter 20%.

Ende 2008 würden die Studienergebnisse eine Aktienallokation von 15% für den Stand zu Ende 2007 ergeben, die fortgeschriebene Wertentwicklung Ende 2008 läge jedoch eher bei den 9%, die erst zu Ende 2009 publiziert worden wären. Ende 2009 hätten die letzten Studienergebnisse 9% für Ende 2008 ergeben, während die fortgeschriebene Wertentwicklung eher bei 12% gelegen hätte. Im Fall „b" hätten wir uns daher eher auf die fortgeschriebene Entwicklung verlassen als auf die Studien. Im Fall „c" würde die fortgeschriebene Entwicklung die Krise ebenfalls berücksichtigen, so dass es keinen manuellen unterjährigen Eingriffsbedarf gäbe.

Zur Plausibilitätsprüfung der Studien aber auch unserer Weltkapitalmarktnachbildung überprüfen wir zudem alle Einzel-ETF Performances zu Jahresende für das volle abgelaufene Jahr. Wenn ein Anlagesegment aus einem Portfolio bzw. ein ETF mehr als zehn Prozent an Wert gewonnen oder verloren hat, kann das auf nötige Asset-Allokationsänderungen hindeuten oder darauf, dass der

ETF das entsprechende Anlagesegment nicht adäquat abbildet. Letzteres kann vor allem bei den „Alternatives“ ETFs möglich sein, weil diese – anderes als die ETFs in traditionellen Segmenten – besonders fokussiert ausgewählt wurden.

Die erwähnte Wertänderung der ETFs hat keine direkte Konsequenz, indiziert für uns aber eine Überprüfung des Anlagesegments, wie unter „Vorgehen bei der regelmäßigen jährliche Portfolioüberprüfung der Musterportfolios“ aufgezeigt.

4.10. Änderungen von Fonds bzw. ETFs

Wir überprüfen auch einmal pro Jahr, ob wir statt ETFs andere Anlagen bzw. Wertpapierarten in die ETF-Musterportfolios aufnehmen, z.B. meist relativ günstige institutionelle Tranchen von Fonds, die aber oft auch relativ hohe Minimuminvestments voraussetzen.

„Default“ ist, dass wir zu Jahresende die aktuellen Regeln auf das bisher genutzte Universum der ETFs anwenden und daher zu den gleichen ETFs kommen sollten, wie sie jeweils aktuell im Musterportfolio für Neuanlagen enthalten sind.

Gleiches gilt für Nicht-ETF Wertpapierportfolios.

Zusätzlich wird überprüft, ob es z.B. aus steuerlicher Sicht interessante Portfolioänderungsideen für Bestands-Anleger geben kann, die dann an die jeweiligen Newsempfänger kommuniziert werden.

Die Musterportfolios werden entsprechend angepasst und Änderungen an die Newsempfänger kommuniziert.

4.11. Portfolioänderungen bei signalabhängigen Portfolios und Auswirkungen auf Musterportfolios

Wenn Verkaufssignale erfolgen, werden die entsprechenden ETFs aus den Musterportfolios entfernt und die jeweils freigewordene Allokation in „Cash“ gehalten.

Wenn Kaufsignale erfolgen, wird die bestehende Cash-Position im Portfolio in den mit einem positiven Signal versehenen ETF umgeschichtet. Das erfolgt allerdings nur bis maximal zur Standard-Allokation im voll investierten Musterportfolio (Beispiel 1: Nur ein ETF unbesetzt, Cash im Musterportfolio 12%, Musterportfolioallokation 10%, d.h. 10% werden allokiert und 2% bleiben in Cash. Beispiel 2: Nur ein ETF unbesetzt. Cash 8%, Musterportfolioallokation 10%, d.h. 8% werden allokiert). Bei mehr als einem zu besetzenden ETF durch eine Cash-Position wird pro Rata allokiert. Beispiel: Ein ETF mit Musterportfolioallokation 10% und einer mit 20% bei 15% Cash im Musterportfolio ergibt Allokationen von maximal 5% und 10% zu den jeweiligen ETFs).

4.12. Warum die Musterportfolios für Neuanleger unterjährig fortgeschrieben werden

Wenn ein Anleger ein Musterportfolio in seinem Depot umgesetzt hat, entwickelt sich dieses mit der Zeit weiter. Wenn die Aktien z.B. um x steigen und Alternatives um y sinken, dann steigt der Aktienanteil im Depot und der Alternatives-Anteil sinkt. Wenn man annimmt, dass das Weltmarkt-Musterportfolio von Diversifikator die aggregierte Weltkapitalanlage (Weltkapitalstock) perfekt nachbildet, verzeichnen die Anleger weltweit aggregiert dieselbe Entwicklung. Das heißt, weltweit würden die Aktienanlagen zu Lasten der Alternatives-Anlagen steigen. Eine Rebalanzierung des Anlegerportfolios würde also zu Abweichungen von der Asset Allokation des Weltkapitalstocks führen und ist daher nicht sinnvoll.

Es ist aber klar, dass das Weltmarkt-Musterportfolio von Diversifikator den Weltkapitalstock nicht perfekt nachbilden kann. So werden illiquide Anlagen des Kapitalstocks mit ETFs nachgebildet, die durch ihre Liquidität volatiler sind, d.h. die Renditen schwanken stärker, und die daher als riskanter gelten als Illiquide Anlagen. Außerdem gibt es keine perfekte Datenquelle für das Weltmarktportfolio, deren Asset Allokation man einfach mit ETFs nachbauen könnte.

Abweichungen kommen auch zustande durch Regeln, die dem Diversifikator Weltmarktportfolio zugrunde liegen. Dabei sind Regeln zu nennen, welche die Zahl von ETFs beschränken, und auch die Regel, Cash bzw. Liquidität und Staatsanleihen entwickelter Länder mit einer Restlaufzeit unter drei Jahren nicht im Portfolio zu berücksichtigen (Cash wird ja zur individuellen Risikosenkung genutzt).

Aufgrund dieser „Unzulänglichkeiten“ in der Abbildung haben wir uns dazu entschieden, zwar nicht regelmäßig zu rebalanzieren, aber mindestens einmal pro Jahr systematisch zu prüfen, ob wir Änderungen des WMP für sinnvoll halten.

Dabei werden unterjährige Wertentwicklungen bei den jährlichen Anpassungen der Musterportfolios grundsätzlich berücksichtigt, sie wirken sich aber nicht automatisch in den Allokationen aus. Hypothetisches Beispiel: US Aktien im Portfolio steigen um 10% im Wert und deutsche Aktien fallen um 10%. Wenn beide Bestandteile 10% am Startportfolio ausmachen würden und alle anderen Portfoliobestandteile keine Wertveränderung zeigen würden, könnte das Musterportfolio für das Folgejahr mit 11% US Aktien und 9% deutsche Aktien steigen. Das halten wir für eine Scheingenauigkeit. Die Performanceveränderungen könnten z.B. zu einem Teil aus Wechselkursveränderungen resultieren.

Bestandsanleger, also die Anleger, die bereits ins WMP angelegt haben, müssen ihre Allokationen normalerweise zumindest unterjährig nicht anpassen. Ein Neuanleger kann sich die ISIN-Liste unter Portfolio-Downloads herunterladen und erhält das Portfolio wie es bei einem Anleger vorliegt, der direkt zum Start investiert hat und alle Änderungen 1:1 umgesetzt hat („fortgeschriebenes“ Portfolio). Portfolioänderungen stehen auch im Archiv zur Verfügung.

4.13. Warum Bestandsanleger nicht unbedingt alle Musterportfolioänderungen umsetzen sollten

Es ist aber nicht unbedingt sinnvoll, die Depots von Bestandsanlegern immer auf möglicherweise veränderte Musterportfolios anzupassen. Normalerweise sollten sich die Musterdepots unterjährig aber auch von Jahr zu Jahr kaum verändern, wenn sie sich ähnlich verhalten wie die Analysen des Weltkapitalstocks der genannten Autoren zeigen. Diese weisen selbst in Jahren mit großen Marktkrisen nur moderate Verschiebungen zwischen den Anlagesegmenten auf. Solche moderaten Verschiebungen im Depot eines Bestandsanlegers nachzuvollziehen bringt zwar sicher Umschichtungskosten mit sich, aber nicht unbedingt eine viel bessere Abbildung des echten Weltkapitalstocks.

Sparplannutzer bzw. Anleger, die immer wieder zusätzliches Geld anlegen bzw. abziehen, haben sowieso Rebalanzierungen implementiert. Auch Anleger, die Trendfolgesignale nutzen, ändern ihre Allokationen im Zeitablauf und sind kaum auf regelmäßige Rebalanzierungen angewiesen. Und alle Rückrechnungen wurden ohne Rebalanzierungen gerechnet.

Anlegern/Beratern/Verwaltern steht es außerdem frei, unabhängig von den o.g. Änderungen regelmäßige Rebalanzierungen vorzunehmen[217].

Es ist möglich, dass Musterportfolios über die Zeit erheblich von diskretionären Bestandsportfolios abweichen, da „alte“ Bestandskunden zum Beispiel aus Transaktionskostengründen mehrere Portfolioänderungen nicht umgesetzt haben.

In Bestandsportfolios aber auch im ETF-Musterportfolio wird immer wieder Cash „generiert“, der „angelegt“ werden sollte. So sind einige der ETFs in unseren Musterportfolios ausschüttend gestaltet und Ausschüttungen sollten wieder angelegt werden. Außerdem verschwinden ETFs vom Markt und können ggf. nicht sofort durch andere ETFs ersetzt werden, so dass eine Cash-Position im Musterportfolio mitgeführt werden kann.

In der Umsetzung in Anlegerdepots kommt hinzu, dass Anleger Portfolioinvestments erhöhen oder abziehen aber nicht immer gleich pro Rata Anteile an allen ETFs kaufen oder verkaufen und so Änderungen der Allokationen erfolgen.[218]

---

[217] Interessante aktuelle Analyse dazu sind „Sharpening the Arithmetic of Active Management“ von Lasse Heje Pedersen, ein Arbeitspapier vom Okt. 2016 und „That free rebalancing dessert can be costly“ von Eric J. Weigel, Arbeitspapier von Global Focus Partners, Okt. 2016

[218] Vanguard 2015, S. 10: “Rebalancing a portfolio with dividends, interest payments, realized capital gains, or new contributions can help investors both exercise risk control and trim the costs of rebalancing”

4.14. Informationen für Interessenten an den Portfolios, Anleger und Berater

Die Umsetzungstabelle zeigt die unterschiedlichen Kategorien, die zu einer Veränderung der Allokationen in den Portfolios führen und möglicherweise einer Anpassung bedürfen. Nur wenige der Änderungen erfolgen automatisch und selbst bei diesen kann vom Anleger noch eine Entscheidung durch seine Depotbank verlangt werden.

Den Umsetzungen sind Bezeichnungen (sogenannte „Tags“) zugeordnet, die Anlegern und Beratern deutlich machen sollen, woher die Änderung kommt, um ihnen schnelle Entscheidungen zu ermöglichen.

#	Name der Transaktion/des Events/Triggers	Erläuterung	Begriff	Häufig-keit	ToDo des Beraters bzw. Anlegers
1	Strategische Anpassung	Eine neue Information liegt vor oder eine Weiterentwicklung wird vorgenommen. Gemäß der Methodologie der Portfolio-Erstellung (z.B. WMP-Gedanke) muss ein Anlagesegment aufgenommen, ersetzt oder die Allokationen um dieses erweitert werden (enthält u.a. die jährliche Überprüfung der Weltmarktallokation und die Folgen)	Strate-gisch	1x jährlich (bestenfalls)	manuelle Anpassung des Portfolios
2	ETF- oder Aktien-Event: Liquidation kein Ersatz	Der ETF oder die Aktie im Portfolio wird nicht mehr handelbar sein; es gibt keinen Nachfolge-ETF/keine Nachfolge-Aktie (automatischer Ersatz) und es gibt keinen Nachfolger-ETF/-Aktie durch Selektion von Diversifikator	Tech-nisch	unbekannt, <1x p.a. erwartet	automatische Anpassung durch Depotbank
3	ETF -oder Aktien-Event: Liquidation und Ersatz-ETF/Verschmelzung AUTO	Der ETF oder die Aktie im Portfolio wird nicht mehr handelbar sein; es gibt aber einen benannten Nachfolger, der bei Depotbanken automatisch eingebucht wird	Tech-nisch	unbekannt, <1x p.a. erwartet	automatische Anpassung durch Depotbank
4	ETF- oder Aktien-Event: Liquidation und Ersatz-ETF/-Aktie MANUELL	der ETF oder die Aktie im Portfolio wird nicht mehr handelbar sein; es gibt keinen Nachfolge-ETF, der von der KVG benannt wurde (automatischer Ersatz ist) bzw. keinen automatischen Nachfolger bei Aktien, aber Diversifikator selektiert einen passenden Ersatz-ETF und bei Aktien eine passende Ersatz-Aktie	Strate-gisch	unbekannt, <1x p.a. erwartet	manuelle Anpassung des Portfolios
5	ETF- oder Aktien-Event: Neue Selektion	Ein ETF/eine Aktie ersetzt einen ETF/eine Aktie im Portfolio, da die Selektion für den neuen ETF, eine neue Aktie spricht (z.B. beim WMP Stars)	Strate-gisch	abhängig von Portfolio-Strategie, ETF-/Aktien-Anzahl	manuelle Anpassung des Portfolios
6	Rebalancing	Strategisches/regelmäßiges Rebalancing, z.B. jährlich auf Soll-Allokationen; auch Rebalancing auf Grund von Über-/Unterschreiten von Ober-/Untergrenzen	Diversi-fizierend	1x jährlich oder öfter bei Abweichungs-Limits	manuelle Anpassung des Portfolios
7	Folge-Rebalancing	Das Rebalancing ist Folge einer anderen Aktion (z.B. dem Verkauf eines ETFs). Es betrifft zumeist alle anderen Positionen im Portfolio mit relativ kleinen prozentualen Anpassungen	Opti-mierend	mehrmals jährlich, da Folge mehrerer Trigger	manuelle Anpassung des Portfolios

4.15. Zusammenfassung

Zu jedem Zeitpunkt gibt es nur immer genau eine Musterportfolio-Version einer jeden Diversifikator-Strategie. Das Musterportfolio ist für alle gleich. Für das heutige Datum ist es immer das Portfolio auf der Webseite (die ISIN-Liste wird daraus abgeleitet). Es beinhaltet alle Änderungen (jährlich und unterjährig), die von Diversifikator seit Live-Start eines Portfolios vorgenommen wurden. Es deckungsgleich mit einem Anlegerportfolio, das genau zum Start aufgelegt wurde und vom Anleger mit allen Änderungen und zu den gleichen Konditionen, wie sie für die Musterportfolio-Kennzahlen angenommen werden, umgesetzt wurde.

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

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

Empfohlene Änderungen werden von Diversifikator als „strategisch“ oder „technisch“ klassifiziert.[219] Großanleger können typischerweise alle Änderungen effizient umsetzen, Klein- bzw. Sparplananleger sollten aus Kostengründen dagegen nur sehr wichtige Änderungen umsetzen.

Hinweis zu Querverweisen: In den Antworten werden Stichworte unterstrichen, zu denen an anderer Stelle weitere Hinweise gegeben werden. Es handelt sich nicht um automatisierte Verlinkungen. Zu den Stichworten kommt man mit Hilfe der allgemeinen Suchfunktion.

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

5. Fragen und Antworten

5.1. Renditen und Risikokennzahlen

5.1.1. Wieso bezeichnet Diversifikator seine Portfolios als „most passive“ und manchmal auch als einfach?

Die Bezeichnung „most passive“ ist konzeptionell und nicht mathematisch zu verstehen (s. auch „Das most-passive Anlageportfolio der Welt ist sehr attraktiv“ auf www.prof-soehnholz.com vom 21.7.2016). Wir nutzen für unsere Portfolios sogenannte passive, also indexfolgende Fonds, meist in Form von börsennotierten Exchange Traded Fonds bzw. ETFs. Die Allokation auf Anlagesegmente und die Selektion von ETFs sowie die Veränderungen im Zeitablauf folgen transparenten Regeln. Dabei ist keinerlei „Trading“ geplant, sondern jede Portfolioposition soll im Idealfall möglichst lange unverändert gehalten werden. Anders als bei anderen Portfolios ist auch die Startallokation zum Portfolio transparent aus klaren Regeln abgeleitet. Die Startallokation ist bei den Diversifikator-Portfolios typischerweise vom Weltanlagekapitalstock abgeleitet, also den aggregierten Kapitalanlagen aller Investoren weltweit. Das ist unserer Ansicht nach die passivste Kapitalanlagemöglichkeit, weil sie mit den wenigsten und nur nicht-willkürlichen Regeln auskommt. 50/50 Aktien/Anleihen Portfolios sind auch sehr passiv, aber die 50/50 Allokation ist willkürlich festgelegt. Außerdem muss eine starre Allokation wie 50/50 regelmäßig auf ihre Ursprungsallokation zurückgeführt werden, weil sich einzelne Anlagen im Zeitablauf verändern. Im Weltmarktportfolio sind Rebalanzierungen nicht unbedingt nötig (und wurden für unsere Rückrechnungen auch nicht genutzt). Anleger, die genau wie das Weltmarktportfolio investiert sind, müssen theoretisch nie rebalanzieren, solange das Geld aller Anleger in den vom Portfolio abgedeckten Anlageklassen bleibt und nicht z.B. auf oder aus Cash umgeschichtet wird. Denn Verkäufe (bzw. Käufe) von einer Anlageklasse durch Anleger insgesamt führen üblicherweise zu Kurs- bzw. Preissenkungen (bzw. Steigerungen), so dass die Allokation im Weltmarktportfolio automatisch mit sinkt (bzw. steigt). Allerdings behalten wir uns eine – um Transaktionskosten gering zu halten normalerweise einmal jährliche - Adjustierung der Portfolios vor. Das liegt daran, dass es neue Erkenntnisse zu der Weltkapitalstockverteilung geben kann oder dass es zusätzliche oder bessere ETFs im Sinne unserer Regeln gibt. Das ist vor allem für die Segmente „Alternatives“ (die in fast allen unseren Portfolios stark vertreten sind), ESG und Islamic zu erwarten. Außerdem kann es steuerliche Vorteile haben, ETFs auszutauschen (Stichwort „Tax Loss Harvesting“).

Einstein wird der Satz zugeschrieben: „Mache Dinge so einfach wie möglich, aber nicht einfacher“. Das ist auch unser Motto. Wir sind überzeugt, dass einfache Portfolios sehr gut sein können. Wir sind auch nicht darauf angewiesen zu zeigen, wie wichtig wir sind bzw. wie schwierig Kapitalanlage sein kann. Wir müssen auch nicht viele teure Angestellte, EDV(IT)- oder Datenkosten rechtfertigen.

5.1.2. Wieso bietet Diversifikator Portfolios explizit für kritische Berater und Anleger an?

Unsere Portfolios wurden zunächst für uns selbst entwickelt. Wir sind kritisch in Bezug auf hohe Kosten von Kapitalanlagen, den Mehrwert von aktivem Management bzw. intensiven Handelsaktivitäten, Modellrisiken und Prognose- bzw. Modellinputs („Garbage in, Garbage out"). Wir kennen die Probleme gängiger Asset Allokations-Methoden, von Index- und ETF-Selektions- und Risikosteuerungsansätzen. Unsere Portfolios sollen daher nicht nur günstig und nachvollziehbar, sondern auch möglichst robust im Sinne von unabhängig von Modellen und Inputs sein. Außerdem: Unkritische Berater und Anleger hinterfragen nicht, kritische schon. Wir wünschen uns von Beratern und Anlegern Kritik an unseren Ansätzen, damit wird diese im Sinne der Anleger weiter verbessern können (kontinuierlicher Verbesserungsprozess).

5.1.3. Welche Ziele in Bezug auf Renditen und Risiken strebt Diversifikator mit den Weltmarktportfolios an bzw. ist die Anlage in Diversifikator-Portfolios besonders rentabel und/oder besonders risikoarm?

Diese Frage kann konzeptionell und statistisch beantwortet werden:

Konzeptionell: Normalerweise sind Portfolios, die besonders rentabel sein können, auch besonders riskant. Hohe Renditen kann man oft mit besonders wenig liquiden bzw. illiquiden Anlagen erreichen. Alle drei großen Anlageziele (Hohe Rendite, niedriges Risiko, hohe Liquidität) gleichzeitig zu erreichen, ist unmöglich. Wir streben für unsere Portfolios eine hohe Liquidität bei einem mäßigem Verlustrisiko und einer attraktiven aber keiner maximierten Rendite an. Unsere Portfolios sind aus dem Weltmarktportfolio abgeleitet. Das Weltmarktportfolio repräsentiert die Anlagen aller Kapitalanleger weltweit, die zu einem großen Teil wenig liquide sind. Unsere Weltmarktportfolios werden nur mit ETFs umgesetzt, die grundsätzlich liquide sind. Das Weltmarktportfolio ist sehr robust: Wenn Anleger Geld von Aktien in Anleihen umschichten, verlieren Aktien und Anleihen gewinnen an Wert. Da sich beide Bestandteile in den Weltmarktportfolios befinden, hat der Anleger ein relativ geringes Risiko. Da die Kapitalanlagen weltweit aus demografischen Gründen und mit höherem Wohlstand weiter steigen werden, sollten Weltmarktportfolios mittelfristig an Wert gewinnen. Zu guten Renditen wollen wir auch mit unseren geringen Kosten unter anderem durch den Fokus auf ETFs beitragen.

Statistisch: Bei Portfolios mit echtem Track Record, also solchen, die es schon länger gibt, kann man die Renditen und Risiken der Vergangenheit analysieren. Dabei geht man davon aus, dass die Vergangenheit Schlüsse auf die Zukunft zulässt. Das funktioniert nur dann, wenn die Anlagestrategie nicht verändert wurde und das Anlageumfeld in der Vergangenheit repräsentativ für die Zukunft ist. Unsere Portfolios sind neu aber voll regelgebunden. Wir haben die Regeln auf

die Vergangenheit angewendet und daraus Kennzahlen errechnet (siehe „Rückrechnungen"). Dabei war es uns wichtig, auch das Krisenjahr 2008 zu analysieren. Idealerweise betrachtet man auch Phasen ansteigender Zinsen. Solche Phasen liegen aber schon relativ lange zurück. Wenn man annimmt, dass unsere Rückrechnung ab 2008 repräsentativ ist, sieht man (unter „Rückrechnungen"), dass unsere Portfolios sehr attraktive Renditen bei verhältnismäßig geringen Risiken erbracht hätten (dazu siehe auch Abschnitt Faktoranalyse). In 2008 waren die Verluste allerdings hoch, auch wenn sie danach relativ schnell wieder aufgeholt werden konnten. Wir könnten leicht Portfolios zusammenstellen, die in der Rückrechnung bessere Kennzahlen für Renditen oder Risiken zeigen würden. Das können Interessenten sogar selbst machen (s. www.portfoliovisualizer.com). Da wir das nicht machen, sprechen wir von optimierungsfreien bzw. robusten Portfolios. Man könnte zusätzlich auch noch Szenarioanalysen oder Simulationen machen. Das sind Untersuchungen, bei denen analysiert wird, wie sich Portfolios in hypothetischen Situationen verhalten, die es so schon einmal gegeben hat oder die man sich neu ausgedacht hat. Basis für solche Analysen sind in der Regel Vergangenheitsdaten und Faktoranalysen. Da wir für unsere Portfolios meist keine allzu starken Faktorabhängigkeiten feststellen können (s. Faktoranalyse), bringen uns solche statistischen Analysen kaum neue Erkenntnisse. In den schwankenden ersten Monaten von 2016 haben sich unsere Portfolios jedenfalls sehr gut gehalten.

5.1.4. Warum steht auf der Webseite von Diversifikator die tagesaktuelle Performance der Portfolios ganz oben?

Wir entwickeln Portfolios für Langfristanlagen. Daher ist die tagesaktuelle Performance unwichtig für uns. Wir sehen uns auch nicht im direkten Wettbewerb mit anderen Anlagen in Bezug auf Kurzfristperformance. Aber mittel- bis langfristig sollen die Nutzer unserer Musterportfolios attraktive Performances generieren. Und vergangene Performance, auch kurzfristige, ist für viele Anleger immer noch ein wichtiger Ankerpunkt bei der Auswahl der Kapitalanlage (Wir sind allerdings der Ansicht, dass vergangene Performance meist kein guter Indikator für künftige Performance ist.). Wir weisen diese auch aus, weil Transparenz für uns sehr wichtig ist. Außerdem ist das die einzige Information auf unserer Webseite, neben den Berechnungsgrundlagen für die Portfolio-Downloads, die sich täglich ändert.

5.1.5. Warum berichtet Diversifikator die Performance nicht nach dem international anerkannten GIPS-Standard?

Der Internationale GIPS Standard verlangt, dass aggregierte Performancezahlen volumengewichtet werden. Aufgrund des Small-Data Ansatzes liegen Diversifikator keine verlässlichen Volumensangaben pro Portfolio vor. Diversifikator versucht aber, internationale

Standards bei der Performancekalkulation zu berücksichtigen und Anlegern eine sehr gute Transparenz zu ermöglichen.

5.1.6. Warum starten die ersten Portfolios von Diversifikator am 15.2.2016 mit dem echten Trackrecord?

Die ersten Portfolios wurden Ende 2015 finalisiert und im privaten Depot von Dirk Söhnholz auch umgesetzt. Die Performance jeweils zu Tagesende berechnen wir jedoch erst seit dem 15.2.2016.

5.1.7. Mit welchen Benchmarks sollte man die Portfolios von Diversifikator vergleichen? bzw. ist das Weltmarkportfolio nicht selbst eine Multi-Asset Benchmark?

Gute Multi-Asset Benchmarks sind schwer zu finden. Für die Weltmarktportfolios Basis und „S“ kann eine Benchmark aus 60% Aktien (z.B. ein MSCI Welt All Countries EUR ETF) und 40% Anleihen (z.B. der iShares Global Government Bond UCITS ETF, der allerdings keine Unternehmensanleihen umfasst und den es erst seit 2009 gibt) genutzt werden. Für das ESG ETF-Portfolio kann man eine 75% Aktien zu 25% Anleihe Benchmark verwenden. Bei den "50/50" Portfolios kann für die Weltmarktportfolios Basis und "S" eine Benchmark aus 30% Aktien, 20% Anleihen und 50% Cash genutzt werden und für das ESG ETF "50/50" Portfolio 37,5% Aktien, 12,5% Anleihen und 50% Cash. Für andere Portfolios sind 100% Aktien als Benchmark am passendsten.

5.1.8. Kann man die Diversifikator Portfolios als Benchmark für andere Portfolios nutzen?

Da alle Diversifikator-Portfolios „most passive“ sind, können sie grundsätzlich gut als Benchmarks für aktiv gemanagte Portfolios genutzt werden. Unserer Ansicht nach ist das Weltmarktportfolio Basis selbst eine gute Benchmark für Multi-Asset, vermögensverwaltende, gemischte und Absolut Return Fonds. Und das ESG-ETF Portfolio kann als Benchmark für ESG-Fonds genutzt werden (siehe dazu auch die Fragen und Antworten unter „Investmentphilosophie“ und die Informationen zum „most passive“ Ansatz von Diversifikator). Das Equity Income (DW) ETF-Portfolio kann als Benchmark für dividendenorientierte Aktienportfolios genutzt werden und die Aktien-ESG Portfolios als Benchmarks für die jeweiligen Aktienmärkte.

5.2. Anlageprozess/Nutzungstipps

5.2.1. Wie kann man einen passenden Berater/Verwalter finden?

Diversifikator erbringt keine Anlageberatung oder Vermittlung. Technische Fragen können aber direkt an Diversifikator gestellt werden (Kontaktdaten siehe Impressum). Einige mit Diversifikator kooperierende Berater bzw. Verwalter werden künftig hier genannt: B2B-Seite. Um selbst einen Berater bzw. Verwalter zu finden, kann man das BaFin Honoraranlageberaterregister nutzen oder auf www.kennstdueinen.de unter Finanzberater, Anlageberater, Vermögensberater oder Vermögensverwalter suchen. Viele Berater verlangen ein Anlagevolumen von mindestens EUR 100.000. Honorarberater und Verbraucherzentralen (VZ) beraten Anleger gegen Gebühr und sind daher auch für kleinere Anlagesummen geeignet.

Auf der Unterseite „Portfolioselektion" kann man gewünschte Berater/Verwalter eingeben. Diversifikator kontaktiert diese, damit diese sich auf entsprechende Anfragen von Interessenten vorbereiten können.

Die Gebühren für die Nutzung von Musterportfolios durch Anlageberater und Vermögensverwalter, die die Musterportfolios für Investmentzwecke bei ihren Kunden verwenden, betragen grundsätzlich 1% p.a. plus Umsatzsteuer von aktuell 19%, also 1,19% p.a. des in vollständiger oder überwiegender Nachbildung des jeweiligen Musterportfolios angelegten Kapitals.

Anlageberater bzw. Vermögensverwalter, die einen Vertrag mit Diversifikator haben, können ihre Gebühren gegenüber Anlegern grundsätzlich frei festlegen. Die Berater bzw. Verwalter zahlen typischerweise einen Teil dieser Gebühren direkt an Diversifikator und behalten einen Anteil für ihre Services ein.

Falls Anleger für die Beratung zu bzw. die Verwaltung der Diversifikator-Portfolios Anlageberater bzw. Vermögensverwalter nutzen, die keinen Vertrag mit Diversifikator haben und daher keine Gebühren an Diversifikator zahlen, sind die Anleger verpflichtet, Diversifikator für die Nutzung der Portfolios direkt zu bezahlen. Das trifft zum Beispiel für die Beratung durch Verbraucherzentralen zu bzw. durch Berater, die keine anlagevolumensabhängigen Gebühren erheben können bzw. wollen (in der Regel sogenannte Honorarberater).

Beratungshonorare bzw. Vermögensverwaltungsgebühren, die in Zusammenhang mit der Beratung zu Diversifikator Portfolios an Berater bzw. Verwalter ohne Vertrag mit Diversifikator gezahlt werden, können teilweise von der Nutzungsgebühr abgezogen werden. In jedem Fall sind aber weiterhin mindestens 0,25% p.a. plus Umsatzsteuer von aktuell 19%, also 0,2975% p.a. des in vollständiger oder überwiegender Nachbildung des jeweiligen Musterportfolios angelegten Kapitals an Diversifikator zu zahlen.

5.2.2. Wie kann man seine Risikotoleranz bzw. Verlusttragfähigkeit einschätzen?

Ermitteln Sie auf der Unterseite „Portfolioselektion“ oder mit www.behavioral-finance.de , wie viele Verluste oder Volatilität Sie aushalten können. Und nutzen Sie auch die Seite www.portfoliocharts.com. Gehen Sie unter „Portfolios“ und sehen Sie sich die Grafiken z.B. von „Classic 60-40“ (das ist grob mit unseren Weltmarkportfolios Basis und S vergleichen, die auch etwa 60% Aktien und 40% Anleihen enthalten) und oder auch „Total Stock Market“ an, besonders die Grafiken „Real Returns by Investing Period“. Dort kann man abhängig vom Einstiegsjahr eines Portfolios sehen, ob die Folgejahre positive oder negative Renditen gebracht hätten. Die Grafiken zeigen für die Vergangenheit für die meisten Portfolios nur sehr wenige Verlustperioden an. Allerdings sind Kalenderjahresergebnisse und Vergangenheitsdaten oft keine guten Indikatoren für Zukunftsperformances. Für vergleichbare Analysen kann man z.B. auch www.portfoliovisualizer.com nutzen.

5.2.3. Wie kann man Goal Based Investing (GBI), also eine ziel-abhängige Anlage, umsetzen?

Manche Berater aber auch (US-) Robo-Advisors empfehlen Goal Based Investing (GBI). Die Logik dahinter ist einleuchtend. Unterschiedliche Anlageziele wie Altersvorsorge, Hauskauf oder Urlaub erfordern unterschiedliche Anlagehorizonte. Und wenn man für kurzfristige Ziele spart, sollte man nicht so hohe Risiken eingehen, als wenn man langfristig spart. Dahinter steht die Annahme, dass Anlagemärkte kurzfristig risikoreicher sind als mittel- bis langfristig, weil Verluste nach einiger Zeit oftmals wieder aufgeholt werden. Für wichtige Ziele sollte man weniger Risiken bei der Kapitalanlage eingehen als für unwichtigere Anlageziele, damit die wichtigen Ziele möglichst sicher erreicht werden.

Was konzeptionell gut klingt, ist in der Praxis nicht so einfach umzusetzen. So sind manche der „Goals“ im Anlagebedarf und im Zeithorizont unklar. Das Haus kauft man sich vielleicht erst, wenn das Gehalt ein bestimmtes Niveau erreicht hat und man das Traumgrundstück gefunden hat. Beides kann dauern. Das nächste Problem ist die Bestimmung des akzeptablen Risikos pro Ziel. Wie viel Unterdeckung kann man sich beim Hauskauf leisten, die dann eventuell mit einer Muskelhypothek oder einem Zimmer weniger kompensiert werden müssen? Wie wird die Wahrscheinlichkeit der Unterdeckung in der Kapitalanlage berechnet? Wie verlässlich sind die Annahmen, die hinter dieser Schätzung stehen? Auch beim Goal Based Investing kommt man nicht um eine umfassende Finanzplanung herum, da die Ziele und die Einkommen bzw. Vermögen und Kreditpotentiale miteinander in Einklang gebracht werden müssen. Wenn man aber eine vernünftige Finanzplanung hat, weiß man, wie viel Geld für wie lange angelegt werden sollte. Ein Goal Based Planning ist also sinnvoll. Wenn man dann seine Risikotragfähigkeit pro Goal/Ziel verlässlich einschätzen kann (z.B. mit Hilfe des Tools auf www.behavioral-finance.com, indem man dort die jeweilige Anlagesumme und den Zeithorizont pro Ziel variiert), dann hat man die nötigen Informationen für ein Goal Based Investing. Wenn man genug Anlagevolumen zur Verfügung hat, kann man entsprechend unterschiedliche Anlageportfolios pro Ziel bilden. So kann für das Eigenkapital für den Hauskauf ein Portfolio von EUR 50.000 für geplant 5 Jahre in

einem Portfolio mit KIID Risikoklasse 3 angelegt werden und für die Weltreise nach der Pensionierung ein Portfolio von EUR 20.000 über 15 Jahre und der KIID Risikoklasse 5 (zur Kritik an Goal Based Investing siehe auch www.prof-soehnholz.com).

5.2.4. Warum man mindestens 3 Stunden pro Jahr und nicht nur 3 Minuten für seine Kapitalanlagen „investieren“ sollte.

Manche Robo-Advisors werben damit, dass man seine Finanzanlagen mit ihrer Hilfe in sehr kurzer Zeit komplett umsetzen kann: Es werden wenige Fragen zur Risikoneigung beantwortet, man bekommt ein Portfolio vorgeschlagen und kann, nach Angabe individueller Daten und einer Online-Identifizierung, das Portfolio mit einem weiteren „Click“ bestellen bzw. Ordern. Das ist praktisch und meist kann man die Portfolios kurzfristig wieder verkaufen.

Andererseits geht es oft um viel Geld für die Anleger. Unserer Ansicht sollte man sich daher mehrere Stunden pro Jahr mit dem Thema Geldanlage beschäftigen. Das gilt besonders für die Fragen der Finanzplanung. Wie viel Geld man für wie lange anlegen kann bzw. sollte, ist nicht sehr einfach und schnell zu bestimmen. Die verhaltenswissenschaftliche Forschung zeigt, dass man sich auch mit der Bestimmung der Risikoneigung etwas Mühe geben sollte. Wenn man dann noch verstehen möchte, warum man welche Portfolios empfohlen bekommt und sich noch einen passenden Depotanbieter suchen muss, braucht man dafür Zeit. Aufgrund der Komplexität vor allem von guter Finanzplanung und z.B. auch steuerlichen Aspekten empfehlen wir, Berater hinzuzuziehen.

5.2.5. Wie kann man unterschiedliche Robo-Advisors am besten vergleichen?

Auf www.prof-soehnholz.com sind fast 20 Beurteilungs- bzw. Differenzierungskriterien aufgeführt (s. Beitrag „Deutscher Robo-Vergleich: Investmentphilosophien und viele weitere Unterschiede“).

5.3. Portfolio-/Indexauswahl

5.3.1. Wieso wurden ab September 2017 zusätzliche ESG-Indizes eingeführt und was sind die Unterschiede zu den ESG Portfolios?

Die ESG Indizes von Diversifikator können für Investments und zum Benchmarking genutzt werden.

Die ersten ESG Portfolios von Diversifikator sollten Marktlücken füllen. So ist Diversifikator unseres Wissens der erste Anbieter von ESG ETF-Portfolios, Islamic ETF-Portfolios und Infrastrukturaktien ESG-Portfolios. Weitere Portfolios wie das Global Equities ESG Portfolio wurden auf Kundenwunsch entwickelt. So entstand auch die TOP 200 ESG-Liste. Diese wird ab September 2017 allen Interessenten zur Verfügung gestellt.

Die Zahl 200 wurde gewählt, um möglichst sicher zu stellen, dass aus den größten Ländern und Branchen jeweils mehrere Titel vorhanden sein sollten.

Aus diesen 200 Titeln wurden zunächst 16 Standardportfolios gebildet. Das sind 6 Länder- bzw. Regionenportfolios: Welt (also alle 200 Titel), USA, Europa, Euroland, United Kingdom und Schweizer Aktien. Hinzu kommen 10 Branchenportfolios: Basiskonsumgüter, Finanzdienstleistungen, Gesundheit, Grundstoffe, Immobilien, Industrie, Nicht-Basiskonsumgüter, Technologie, Telekommunikation und Versorger. Für 2019 haben sich allerdings nicht genug Titel für den Versorgerindex gefunden, dafür kann der Öko-Index als Ersatz genommen werden. Zusätzlich gibt es den aus dem Öko- und dem Gesundheitsindex zusammengesetzten Impactindex.

Länder- und Branchenselektion können von Anlegern miteinander kombiniert werden und zusätzlich können einzelne Titel aus den Portfolios ausgeschlossen werden.

Der ESG-Immobilien Branchenindex umfasst weniger Titel als das entsprechende bereits bestehende ESG Portfolio, weil die Selektion des Index nur auf die globalen Top 200 Titel (bzw. deren Liquiditätsanforderungen) beschränkt ist. Auch im Global Equities ESG Portfolio sind in 2017 noch Titel enthalten, die nicht zu den Top 200 ESG Titeln gehören. Das liegt an den ab September geänderten aber für die Bestandsportfolios erst zum Jahresende 2017 angewendeten strikteren Restriktionen bei E und S Kriterien bzw. an der geänderten Anwendungsreihenfolge der Ausschlussregel für maximale Verluste (Max Loss). Während bis September 2017 der Max Loss innerhalb der Top 75% aller Titel liegen musste, muss er nun unter den Top 75% (ab Ende 2018 Top 50%) aller verbliebenen Titel nach der ESG-Selektion liegen.

Unterjährig werden Titel, die z.B. von der Börse genommen werden, wie bei den Portfolios ebenfalls nicht ersetzt, sondern die entsprechende Position wird mit „Cash“ fortgeführt.

Die Gebühren für die Benutzung betragen 0,25% p.a. plus Umsatzsteuer. Sie sind jedoch – anders als bei den Portfolios – bei den Indizes nicht in den Rückrechnungen enthalten.

5.3.2. Warum bietet Diversifikator nicht nur ein Weltmarktportfolio an, sondern mehrere Portfolios?

Eigentlich könnte das Weltmarktportfolio Basis genügen. Allerdings enthält es 19 ETFs und ist daher nur für etwas größere Anlagesummen günstig umzusetzen. Daher haben wir das Weltmarktportfolio S für kleine Anlagesummen entwickelt. Wir sind ein großer Anhänger „verantwortungsvoller“ (s. ESG) Anlagen. Allerdings gibt es erst relativ wenige

verantwortungsvolle ETFs, so dass nicht alle Anlagesegmente umgesetzt werden können. Außerdem sind diese ETFs noch etwas teurer als andere ETFs. Wir haben daher als drittes ein ESG-ETF Portfolio entwickelt für Anleger, die diesen Kriterien folgen wollen. Und es gibt noch weniger ETFs, die sich an islamischen Investmentkriterien orientieren. Durch den Verzicht auf Banken und andere Finanzdienstleister und den Fokus auf Unternehmen mit niedriger Verschuldung sind islamische Portfolios aber für zahlreiche Anleger interessant. Heute gibt es zudem viele Experten, die Zinsanstiege erwarten, die zu Wertverlusten von Anleihen führen würden. Daher haben wir auch ein Weltmarktportfolio ohne „Bonds" entwickelt. Außerdem wurden wir nach einem reinen Zusatzportfolio gefragt für Anleger, die ihre Aktien und Anleihen selbst aussuchen wollen oder nicht ändern wollen. Dafür haben wir das „Alternatives" Portfolio entwickelt. Auch die ausschüttungsorientierten Portfolios WMP Basis Income und Equity-Income (DW) ETF-Portfolio sowie das WMP Basis Trend sind nach Diskussionen mit Anlegern aus dem Weltmarktportfolio abgeleitet worden.

5.3.3. Warum fokussiert Diversifikator sich auf die Themen Weltmarktportfolio, Alternatives und ESG?

Um ein Unternehmen glaubwürdig und erfolgreich zu machen, sollte man es klar „positionieren". Die Positionierung sollte dabei auf den Stärken aufbauen. Wir haben uns für die drei in der Frage genannten Themen festgelegt. Asset Allokation bzw. die Verteilung von Kapitalanlagen auf verschiedene Anlagesegmente beschäftigt uns seit vielen Jahren. Diese gilt als besonders wichtig für den Anlageerfolg, d.h. als wichtiger als die Verteilung auf einzelne Wertpapiere innerhalb von Anlagesegmenten.

Wir sind schon lange skeptisch in Bezug auf Optimierungen. Deren Ergebnisse hängen stark von den verwendeten Modellen und den Eingabedaten, vor allem Prognosen, ab. Naive bzw. gleichgewichtete Verteilungen über verschiedene Anlagesegmente bringen meist bessere Resultate als Optimierungen. Allerding kann es dabei zu übermäßigen Risiken kommen, wenn nämlich besonders viele sich ähnlich verhaltenen Anlagesegmente genutzt werden. Das Weltmarktportfolio bildet alle Kapitalanlagen weltweit nach und ist daher das passivste und ein ziemlich robustes Portfolio. Daher seht es bei uns am Anfang aller Allokationen.

Auch mit alternativen Anlagen beschäftigen wir uns seit vielen Jahren. Sie sind bei vielen Anlegern unterrepräsentiert im Vergleich zur Allokation im Weltmarktportfolio. Daher bilden sie unseren zweiten Schwerpunkt.

Zu ESG haben wir in den letzten Jahren einige Untersuchungen vorgenommen. So gehören wir zu den Pionieren detaillierter quantitativer Analysen. Vereinfacht kann man feststellen, dass man weder Rendite- noch Risikonachteile hat, wenn man verantwortungsvolle statt traditionelle

Aktienanlagestrategien verfolgt. Da es aus unserer Sicht bisher noch wenige attraktive deutsche ESG-Angebote gibt, bilden solche unseren dritten Angebotsschwerpunkt.

5.3.4. Bietet Diversifikator nicht zu wenige Individualisierungsmöglichkeiten an?

Man kann mit den Portfolios sicher nicht alle Anlegerwünsche abdecken. Individualisierungsmöglichkeiten bieten wir allerdings schon jetzt in erheblichen Umfang an. So kann man je nach Anlageziel und disponiblem Vermögen unterschiedlichste Summen anlegen. Mit Hilfe der Beimischung von „Cash" sind pro Portfolio grundsätzlich mehrere Risikoklassen abdeckbar. Wir zeigen zudem 5 unterschiedliche Sparplanarten auf und die Portfolios sind bei grundsätzlich allen Depotanbietern umsetzbar. Insgesamt bieten wir also umfangreiche Individualisierungsmöglichkeiten, insbesondere in Bezug auf ESG-Indizes.

5.3.5. Wie kann man die Portfolios von Diversifikator testen?

Zunächst kann man unsere Rückrechnungen prüfen. Da die Portfoliopositionen bekannt sind und keine bzw. nur sehr wenige Änderungen der Positionen bzw. ihrer Allokationen zueinander vorgenommen werden, kann man anhand der Positionen auch selbst nachrechnen, wie sich die Portfolios in der Vergangenheit entwickelt hätten. Außerdem kann man (kostenlose) Musterportfolios anlegen, z.B. bei Onvista, Morningstar, der Börse Frankfurt oder der Börse Stuttgart. Erst wenn man unsere Portfolios in Investmentdepots umsetzt, werden Gebühren für die Nutzung der Diversifikator-Portfolios und Indizes fällig.

5.4. Portfolioklassifikation

5.4.1. Wieso empfiehlt Diversifikator Mindestanlagesummen?

Unsere Portfolios sind zunächst für anspruchsvolle Anleger entwickelt worden. Aber auch Anleger, die (noch) über nicht viel Geld verfügen, sollen unsere Portfolios nutzen können. Wir selbst haben wenig Arbeit mit neuen Anlegern, da wir nicht beraten. Berater verlangen aber zu Recht Mindestanlagesummen, denn die Beratung muss sich ja auch für sie rechnen, schließlich haben sie nur eine begrenzte Stundenzahl zur Verfügung. Einige Honorarberater und auch Verbraucherzentralen beraten jedoch unabhängig von Mindestanlagevolumina. Auch einige Depotbanken haben Mindestanforderungen an die Umsetzung von Musterportfolios. Anleger

sollten vorab in jedem Fall die Handelskosten der Umsetzung der Musterportfolios bei der jeweiligen Depotbank erfragen. So kann es sein, dass sich Sparpläne erst ab relativ hohen Sparraten rechnen. Bei Sparplänen ist zu beachten, dass es meist ratsam erscheint, pro Sparrate nur jeweils einen ETF zu kaufen. Dazu bietet sich der ETF an, der im Vergleich zum Musterportfolio im realen Anlegerdepot am stärksten unterrepräsentiert ist.

Auch wenn unsere Analysen zeigen, dass mindestens einmaliges Rebalancing pro Jahr sinnvoll erscheint, kann es für kleine Anlagesummen besser sein, gar kein Rebalancing vorzunehmen. Bei sogenannten Rebalancings muss der Anleger besonders darauf achten, dass die Handelskosten nicht zu hoch werden. Denn wenn wir empfehlen sollten, 10% der Anlage eines ETFs bzw. Anlagesegmentes umzuschichten, fallen darauf die typischerweise mindestens EUR 5 Transaktionskosten an. Bei einer 200 EUR Umschichtung sind 5 EUR immer noch 2,5%. Wenn eine 200 EUR Umschichtung zehn Prozent entsprechen soll, muss dieser ETF bzw. dieses Segment schon mit 2.000 EUR dotiert sein. Bei 5 ETFs im Portfolio sollte das Portfolio also 10.000 EUR umfassen. Aber auch ohne die empfohlenen Rebalanzierungen umzusetzen, sollte man bestimmte Anlagesummen besser nicht unterschreiten, weil sonst zu hohe Kosten anfallen.

5.4.2. Wie wurden die Mindestanlagen für die Portfolios hergeleitet?

Wir haben Mindestanlagesummen für unsere Portfolios berechnet. Ein Unterschreiten der angegebenen Mindestanlagebeträge kann nachteilig sein.

Da ETFs i.d.R. zu vollen Stückzahlen gekauft (und auch verkauft) werden müssen (wir geben unter „Portfolio-Details und –Downloads“ ebenfalls nur volle Stückzahlen an), kann ein hoher Kurs eines ETF bei kleinen Anlagesummen verhindern, dass die von uns empfohlenen Allokationen umgesetzt werden können.

Beispiel: Ein ETF auf europäische Aktien notiert bei 250 EUR. Der ETF soll laut Allokationsvorgabe der gewählten Strategie 10% des Portfolios ausmachen. Ein Anleger, der 1.000 EUR anlegen möchte, hat zwei Möglichkeiten. Entweder kauft er einen Anteil am ETF zu 250 EUR und damit würde dieser ETF 25% des Portfolios ausmachen (250 EUR von 1.000 EUR). Oder der Anleger verzichtet ganz auf die Anlage in diesen ETF, was ebenfalls eine deutliche Differenz zu den geplanten 10% darstellt.

Ein weiterer Nachteil des Unterschreitens von Mindestanlagebeträgen ergibt sich bei Umschichtungsempfehlungen, die üblicherweise zu Jahresende erfolgen. Wenn der oben genannte ETF bis zum Jahresende zum Beispiel um 20% im Wert steigt und andere ETFs im Wert sinken, kann die Empfehlung lauten, Teile der Anlage in dem „erfolgreichen“ ETF zu reduzieren. Wenn man dann aber nur den jetzt 300 EUR teuren ETF (250 EUR * 1,2) ganz verkaufen kann, reduziert man den Anteil im Portfolio auf 0, was wahrscheinlich nicht gewollt ist. Je größer die Anlagesumme ist und je kleiner die ETF-Kaufpreise, desto einfacher sind Allokationen und

Umschichtungen. Außerdem berücksichtigen wir Kauf- und Verkaufskosten von ETFs bei der Bestimmung der empfohlenen Mindestanlagen. Bei 100 EUR Anlage in einem ETF sind – schon relativ günstige – 5 EUR Kaufkosten 5% und damit sehr hoch. Bei 1.000 EUR Anlage in einem ETF sind 5 EUR nur 0,5% und damit gut vertretbare Kaufkosten. Wenn man beim Rebalancing jedoch nur 10% des ETF im Wert von 100 EUR verkauft oder nachkauft, wäre man wieder bei hohen 5% Transaktionskosten.

Für die Bestimmung der Transaktionskosten gehen wir vom Jahr 2008 aus, in dem durch die außergewöhnlich starken Marktbewegungen und die damit versursachte höhere Zahl von Umschichtungen relativ hohe Kosten im Rahmen von Rebalanzierungen der Portfolios angefallen wären. Wir errechneten für alle Portfolios die Mindestanlagesumme, bei der die Transaktionskosten der Rebalanzierung zum Jahresende gerade noch unter 0,5% liegen. Die angenommenen Kosten entsprechen denen des im April 2016 günstigsten, dauerhaften Angebots einer Direktbank für Endanleger (Einmalige Sonderaktionen oder produktabhängige Rabattierungen werden nicht berücksichtigt). Die Ergebnisse sieht man in der Spalte „Mindestanlage rechnerisch“ der Tabelle.

Da sich eine Periode wie 2008 mit ihren Auswirkungen auf Transaktionskosten nicht unbedingt genauso wiederholt, nehmen wir Adjustierungen der resultierenden Mindestanlagebeträge vor. So treffen wir die Annahme, dass eine höhere Anzahl an ETFs im Portfolio zu höheren Kosten führt. Der zweite Adjustierungsfaktor soll die Eintrittswahrscheinlichkeit von Rebalanzierungen abbilden. Diese Eintrittswahrscheinlichkeit ist umso höher, je eher die Wertentwicklungen der Anlagen in einem Portfolio voneinander abweichen. Wir treffen die Annahme, dass Anlagesegmente, die sich in ihren Rendite-Risiko-Treibern erheblich unterscheiden, stärkere Abweichungen in der Wertentwicklung aufweisen, als solche, die einer homogenen Anlagegruppe zuzuordnen sind. Dazu unterscheiden wir in bis zu sieben Gruppen von Anlagesegmenten. Die Ergebnisse sieht man in der Spalte „Mindestanlage empfohlen“ der Tabelle.

Für die RETRO-Portfolios ergeben sich so die folgenden empfohlenen Mindestanlagebeträge (zu Kombinationen mit „Cash“ und weiteren Portfolios s. „Portfolioklassifikation“ auf www.diversifikator.com).

Portfolio	**Mindestanlage rechnerisch**	**Mindestanlage empfohlen**
Weltmarktportfolio Basis	70.000	100.000
Weltmarktportfolio S	12.500	12.500
Weltmarktportfolio S „Stars“	12.500	12.500
Weltmarktportfolio S ex Bonds	5.000	5.000
ESG ETF-Portfolio	5.000	5.000
Islamic ETF-Portfolio	1.500	1.500
Alternatives ETF-Portfolio	60.000	100.000

Wenn die Allokation zu einem Portfolio mit einem Cash-Anteil kombiniert werden soll, muss der Teil, der im Portfolio angelegt werden soll, den Mindestanlagebetrag überschreiten. Haben Sie bspw. 10.000 EUR zur Verfügung, von denen Sie 3.000 EUR als Cash anlegen möchten, dann sollten die übrigen 7.000 EUR, größer sein als der angegebene Mindestanlagebetrag.

Vermögensverwalter können einzelne Portfolios durch das „Pooling" von Anlegern teilweise schon für kleinere Anlagesummen effizient umsetzen.

5.4.3. Können die Mindestanlagesummen ignoriert werden, wenn Depotanbieter Aktien- bzw. ETF Bruchstücke umsetzen können?

Bei der Bestimmung sinnvoller Mindestanlagen für unsere Portfolios sind wir davon ausgegangen, dass ETFs nur „ganzteilig" gekauft werden können. Wenn der „teuerste" ETF im Musterportfolio also 1.000 EUR pro „Stück" kostet und insgesamt 10% am Portfolio ausmachen soll, sollte man – stark vereinfacht - mindestens 10.000 EUR im Portfolio anlegen. Wenn man jedoch Bruchstücke an ETFs kaufen und ins Depot nehmen kann, wie das manche Depotanbieter ermöglichen, können auch sehr viel geringere Summen über mehrere ETFs gestreut werden. Mit 100 EUR kauft man in diesem Fall 1/10 Stück des o.g. ETFs. Dabei ist aber weiterhin auf die Kosten des Bruchstückkaufes zu achten. Je mehr ETFs bei einem Anbieter sparplanfähig sind, desto mehr sind meist auch anteilig erwerbbar.

5.4.4. Wie hängen KIID, SSRI, Volatilität und Risiko zusammen?

Der SRRI (Synthetic Risk and Reward Indicator bzw. Synthetischer Risiko- und Ertragsindikator) gibt die Volatilität bzw. die Höhe der Schwankungen eines Fonds bzw. Portfolios an. Er wird in 7 Klassen genutzt von 1 = sehr niedrige bis 7 = sehr hohe Schwankungs- bzw. Verlustanfälligkeit. Der SRRI wird mit einer EU-weit einheitlichen Methodik ermittelt. Wir verwenden dafür die Bezeichnung KIID-Risikoklasse, wobei KIID für das zum öffentlichen Vertrieb von Publikumsfonds vorgeschriebene Key Investor Information Dokument steht. Der SRRI kann nur als ein Anhaltspunkt für Risiken bzw. Ertragschancen angesehen werden (zur Kritik siehe z.B. SRRI www.morningstar.de).

5.5. Umsetzung

5.5.1. Wie findet man einen geeigneten Depotanbieter?

Wir halten die Tools vom Handelsblatt bzw. Capital für sehr hilfreich (in Suchmaschinen unter „Depotbankvergleich Handelsblatt“ zu finden oder direkt über

http://wertpapiere.rechner.handelsblatt.com/rechner/handelsblatt2/default.aspx). Wir empfehlen, „zur Detail Analyse“ zu gehen. Dort kann man seine gewünschten Kriterien eingeben. Für das Weltmarktportfolio S können das z.B. sein: 7 Orders pro Jahr, 100% Online, keine Limitorder, keine Limitänderungen, keine Fondssparpläne und nur Handel von ETFs.

Zusätzlich müssen individuell das erwartete durchschnittliches Ordervolumen (Bei EUR 700 pro Jahr insgesamt also EUR 100) und das geschätzte Depotvolumen (gesamter Anlagebetrag) angegeben werden. Nach Eingabe der Kriterien kann man sich eine Liste von Depotanbietern anzeigen lassen, die nach Höhe der Gesamtkosten aufgelistet werden. Nach Anklicken des interessierenden Anbieters erhält man eine Beschreibung, u.a. den Produktnamen, den man sich merken sollte. Neben den Kosten sollte man aber auch auf weitere Kriterien achten. So ist es wichtig, dass man über den gewählten Depotanbieter auch alle ETFs kaufen kann, die man im Depot haben möchte. Die Angebotspalette des Produktes/Anbieter sollte den Handel mit allen börsennotierten (oder Xetra) ETFs ermöglichen. Wir empfehlen außerdem einen Anbieter zu wählen, welcher der deutschen oder einer vergleichbaren Bankenregulierung unterliegt. Eine Liste der Anbieter mit voller Banklizenz in Deutschland erhält man auf der Internetseite der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Liste/Unternehmensdatenbank/dl_li_ki_gesamt.html).

Manche Banken bieten heute schon ein sogenanntes Video-Identifizierungsverfahren an, bei dem eine Depoteröffnung online und schnell erfolgen kann und Sie nicht mehr zur Bank oder Post zur Identifikation gehen müssen. Ob das der Fall ist, kann man aber erst auf der Webseite des Anbieters feststellen. Nach der Anbieterwahl führt man alle nötigen Schritte zur Eröffnung des Depots durch. Dabei ist der Produktname aus der Depotbankselektion zu beachten, aber auch Sonderaktionen der Bank können interessant sein. Letztere werden bei Online-Depotkostenvergleichen nicht immer berücksichtigt.

5.5.2. Wie kann man ETF-Sparpläne umsetzen?

Für die von uns entwickelten Portfolios gibt es noch keine standardisierten Sparpläne von Depotbanken. Sparpläne mit unseren Produkten müssen daher „manuell“ umgesetzt werden. Am einfachsten und günstigsten ist es, wenn man mit der jeweiligen Sparrate jeden Monat einen ETF

des gewünschten Portfolios kauft. Beim Weltmarktportfolio S kann man z.B. mit dem Weltaktien-ETF anfangen. Erst im achten Handelsmonat kauft man mit seiner Rate dann wiederum diesen ETF dazu.

5.5.3. Was ist beim ETF-Handel zu beachten?

Wenn das Depot eröffnet ist, kann man die gewählten ETFs kaufen. ETFs sind börsennotierte Fonds, deren Preise auch tagsüber schwanken können. Wir empfehlen, Order möglichst nur an relativ ruhigen Börsentagen aufzugeben (Indikator: Der DAX hat am Vortag oder am selben Tage weniger als 0,5% gewonnen oder verloren). Dann braucht man auch keine Limitorder zu verwenden (zu diesem und weiteren börsenspezifischen Begriffen siehe z.B.: http://www.boerse-frankfurt.de/boersenlexikon/Limit). Als Börsenplatz sind alle deutschen Börsen geeignet, dazu gehört auch Xetra.

5.6. Allokationen

5.6.1. Welche Rollen spielen Anleihen in den Portfolios von Diversifikator?

Viele Experten erwarten schon seit vielen Jahren einen Zinsanstieg. Ein solcher würde zu erheblichen Kursverlusten von Anleihen führen können. Die erwarteten Zinsen sind heute sogar für schlechte Kreditbonitäten und lange Laufzeiten sehr niedrig. Ein Zinsanstieg ist daher inzwischen durchaus wahrscheinlich. Anleihen können daher kaum noch die große erfolgreiche Rolle spielen, die sie in den letzten Jahren hatten. Wir nehmen grundsätzlich nur Anlagen ins Portfolio, die eine positive Realrendite erwarten lassen. Deshalb findet man z.B. kein Gold in unseren Portfolios und auch keine Anlagesegmente wie Währungen oder „Volatilität“. Staatsanleihen entwickelter Länder mit Restlaufzeiten unter drei Jahren sind ebenfalls nicht bei uns im Portfolio. Nur „Cash“ bei guten Banken sehen wir als sichere Anlage an. Da die Inflation sehr niedrig ist, sind die Opportunitätskosten von Cash gegenüber kurzfristigen Rentenanlagen derzeit sehr gering.

5.6.2. Wie kann man die Rendite- und Risikoeffekte unterschiedlicher Asset-Allokationen selbst testen?

Gehen Sie auf die Internetseite www.portfoliovisualizer.com und dann auf die Unterseite „Rückrechnung der Asset Allocation“ (diese befindet sich unter der Überschrift „Rückrechnung Portfolio“). Nutzen Sie den Modus „Advanced“. Machen Sie die Eingaben wie angefragt: Testen

Sie zum Beispiel unterschiedliche Perioden (z.B. 1972 bis 2015 oder die letzten fünf Jahre von 2011 bis 2015, um den Effekt ohne die Finanzkrise von 2008 zu sehen). Und testen Sie unterschiedliche Allokationen, z.B. 50% Total Bonds, 25% US Stock Market und 25% International Stock Market. Mit „Analyze Portfolios" erhalten Sie z.B. Rendite (7,7%), Sharpe Ratio (0,46; Indikator für risikoadjustierte Rendite) und Volatilität (10,6%, entspricht Standard Deviation) für 1972-2015 und 2011-2015 (4,6%; 0,76 und 6,2%). Über „Custom" kann man z.B. ein mit ETFs nachgebildetes Yale Portfolio wählen und erhält so für 1972-2015 vergleichbare Werte wie für die oben aufgeführte Allokation, die jedoch in 2011-2015 wesentlich besser sind (nach Sharpe Ratio. Die Renditen der Universitätsstiftungen/Endowments von Yale bzw. David Swensen und Harvard gelten als besonders gut. Beide mussten aber in 2008 erhebliche Verluste hinnehmen, die jedoch schnell wieder aufgeholt wurden).

Unsere Allokationen der Weltmarktportfolios bzw. des ETF-ESG Portfolios sind mit dem Portfolio Visualizer leider nicht direkt nachbildbar, u.a. weil der Portfolio Visualizer auf US-Dollar Anlagen aufbaut und z.B. Infrastruktur bzw. Agrar-/Farmaktien nicht als Segmente vertreten sind. Außerdem handelt es sich bei den Portfolio Visualizer Daten um jährliche Daten. Mit täglichen bzw. monatlichen Daten und EUR-Währung können andere Ergebnisse herauskommen. Trotzdem erhält man mit dem Portfolio Visualizer unseres Erachtens einen guten Eindruck über die Möglichkeiten und Grenzen von Diversifikationen. So zeigen auch die besten Portfolios oft große zwischenzeitliche Verluste (Wenn man den Informationsbutton „i" bei Max. Drawdowns anclickt, erhält man Informationen zu den Perioden und der Dauer des Drawdowns).

5.6.3. Wie erfolgen Änderungen an Musterportfolios von Diversifikator?

Musterportfolios sollen relativ selten geändert werden, da das Umsetzen von Veränderungen in „echten" Depots mit Handelskosten verbunden ist. Wir versuchen daher möglichst nur einmal zu Jahresende Veränderungen an den Musterdepots vorzunehmen und auch den Umfang der Veränderungen gering zu halten. Änderungen kann es vor allem aus den folgenden Gründen geben:

- Es gibt verbesserte Analysen der Weltmarkt-Kapitalanlage (reales „Weltmarktportfolio"), die zu Änderungen unserer Allokationen zu Anlagesegmenten führen.
- ETFs werden eingestellt oder mit anderen ETFs verschmolzen.
- Es gibt neue ETFs, welche die in den Portfolios vorhandenen Anlagesegmente besser bzw. günstiger abdecken.

Obwohl wir möglichst regelbasiert arbeiten, legen wir vorab bewusst kein Datum für die Änderung von Musterportfolios, wie „immer am 15.11. eines Jahres", fest. So wollen wir das Risiko

reduzieren, dass diese Information von Marktteilnehmern zum Schaden der Nutzer von Musterportfolios verwendet werden kann.

Unterschiedliche Implementierungszeitpunkte von Portfolioänderungen können zu Abweichungen der Musterportfolio-Performance von der Performance von Anlegerdepots führen. Auch unterschiedliche Kosten und Gebühren können zu Unterschieden führen. Abweichungen wird es vor allem bei Sparplanportfolios geben, da diese monatlich meist nur in einen zusätzlichen ETF allokiert werden und, je nach Startzeitpunkt und Sparrate, auch untereinander erheblich abweichen können.

5.6.4. Wie kommt Diversifikator im Weltmarktportfolio S zu den regionalen Allokationen?

Grund für die hohe europäische Anleihe-Allokation im 7er Portfolio ist zunächst, dass es keine ETFs gibt, die unsere Kriterien erfüllen und zusätzlich alle Anleiheklassen weltweit abdecken. Daher wurde festgelegt, dass bei einem auf wenige ETFs konzentrierten Portfolio die vor allem für die Portfolio-Sicherheit wichtigen Anleihen möglichst wenig Währungsrisiko enthalten sollten und daher überwiegend aus dem EURO-Raum stammen sollten. Als Kompensation wurde der Europa-Anteil an den anderen Anlagen entsprechend reduziert. Details dazu finden Sie in „Diversifikator Asset Allokation und ETF-Selektion“.

5.6.5. Warum wird auch ein Weltmarktportfolio „Stars“ angeboten?

Unsere Portfolios haben nur einen kurzen Track-Record (echte Vergangenheitsperformance). Da wir klare und transparente Regeln für die Portfoliozusammenstellung haben, kann man unsere Rückrechnungen gut nachvollziehen. Manche Anleger legen aber viel Wert auf einen guten echten Track Record der Vergangenheit und auf unabhängige Beurteilungen. In das Weltmarktportfolio „Stars“ werden nur ETFs aufgenommen, die ein besonders gutes Rating einer anerkannten Fondsratingagentur haben. Das genutzte Rating verwendet die Kriterien Kosten und risikoangepasste Rendite. Ratings sind vergangenheitsbezogen und abhängig von der gewählten Vergleichsgruppe. Die Beschränkung auf Fonds mit Top-Ratings führt zudem dazu, dass zum Start des Portfolios für ein Anlagesegment kein ETF mit Top-Rating gefunden wurde und dieses Segment daher zunächst nicht im Portfolio vertreten ist.

5.6.6. Warum bietet Diversifikator mit dem „S „ex Bonds“ ein Weltmarktportfolio ohne Anleihen an?

Wir wissen nicht, wie sich Zinsen oder die davon abhängigen Kurse von Anleihen entwickeln werden. Aber es gibt Anleger, die einen Zinsanstieg erwarten. Das würde zu sinkenden Anleihekursen und damit zu Kursrückgängen von Anleihen führen. Außerdem gibt es Anleger, die Anleihen selbst selektieren aber welche die Anlage anderer Anlageklassen extern vergeben. Das Weltmarktportfolio ohne Anleihen ist für solche Anleger entwickelt worden.

5.6.7. Warum bietet Diversifikator ein islamisches Portfolio an?

Islamische Portfolios sind für uns zunächst verantwortungsvolle Portfolios. Die beiden selektierten ETFs basieren auf Islamischen Indizes von MSCI. Diese schließen Unternehmen aus, die mehr als 5% Umsatz mit Alkohol, Tabak, "Schweine-Produkten", Finanzdienstleistungen, Waffen, Glücksspielen, Musik, Hotels, Kino bzw. Erwachsenenunterhaltung machen. Außerdem werden nur relativ niedrig konventionell-verschuldete Unternehmen aufgenommen. Es gibt inzwischen bereits ziemlich viele Deutsche und hier ansässige Ausländer, die gerne nach islamischen Prinzipien anlegen möchten. Aufgrund des geringen Angebotes islamischer steuereffizienter ETFs haben wir auch sogenannte aktive islamische Fonds analysiert. Wir haben aber keine Fonds gefunden, die eine weitere sinnvolle Diversifikation des Portfolios mit vertretbaren Kosten ermöglicht.

In den beiden selektierten ETFs sind aber Anfang 2016 immerhin ca. 800 Aktien vertreten. Eine so breit gestreute und kostengünstige islamische Anlage wird unseres Wissens in Deutschland bisher noch nicht angeboten.

5.6.8. Warum bietet Diversifikator ein reines „Alternatives“ Portfolio an?

Wir bezeichnen das Portfolio als Zusatz oder Add-On Portfolio im Gegensatz zu unseren Allokations-Portfolios, die über mehr Anlagesegmente diversifiziert sind. Immobilien-, Infrastruktur-, Rohstoff, Agrar- und Private Equity Aktien sind in vielen Portfolios nur wenig oder gar nicht vertreten. Sie gelten bei manchen sogenannten Anlage-Profis oft als zu risikoreich. Weltweit ist aber viel Geld in Immobilien, Infrastruktur, Land, Forst und nicht-börsennotierte Unternehmen angelegt. Mit den von uns selektieren ETFs kann man zumindest teilweise mit liquiden, relativ kostengünstigen und voll regulierten Fonds an der Wertentwicklung dieser Segmente teilhaben. Mit der Separierung aus dem Weltmarktportfolio wollen wir auf die attraktiven Rendite- und Risikocharakteristika dieser Segmente hinweisen. Außerdem bieten wir Anlegern, die mit ihren klassischen Aktien- und Anleiheanlagen zufrieden sind und sich daher nicht für unsere umfassenden Weltmarktportfolios interessieren, die Möglichkeit der einfachen und kostengünstigen Diversifikation in diese attraktiven Segmente.

5.6.9. Warum bietet Diversifikator seit Anfang 2017 weitere Portfolios an?

In Bezug auf die ETF-Portfolios sind wir von Anlegern danach gefragt worden und bezüglich der ESG Aktienportfolios haben wir uns schon lange mit diesen Portfoliovarianten beschäftigt aber erst Ende 2016 die zur Portfoliobildung nötigen ESG-Daten erhalten. Weitere Erklärungen finden Sie in den jeweiligen Dokumentationen der Portfolios.

5.6.10. Manche ETF-Arten, z.B. synthetische ETFs, werden kritisch gesehen. Was meint Diversifikator dazu?

Wir sind nicht dogmatisch. Manche Marktsegmente kann man mit sogenannten synthetischen ETFs, die Derivate einsetzen, besser abdecken als mit sogenannten physischen ETFs. Manche synthetischen ETFs haben zudem steuerliche Vorteile gegenüber anderen ETFs. Die meisten physischen ETFs verleihen Portfoliobestandteile, weil sie damit Zusatzerträge generieren können. Manche physischen ETFs kaufen aus Kostengründen nicht alle Titel eines Index sondern nur ausgewählte, was zu Abweichungen der Performance vom Index führen kann, die in dieser Form beim synthetischen ETF nicht auftreten sollten. Eine Wertpapierleihe ist auch nicht ohne Risiko. Derivatenutzung und Wertpapierleihe findet man auch bei sogenannten "aktiven" Fonds. Diversifikator bietet einige Portfolios an, die keine synthetischen ETFs nutzen wie das WMP Basis Income, das ESG ETF-Portfolio, das islamische ETF-Portfolio und das Equity-Income (DW) ETF-Portfolio.

ETFs sind aber üblicherweise erheblich günstiger als aktive Fonds. ETFs werden auch kritisiert, weil sie in Krisen zumindest kurzfristig erheblich von den ihnen zu Grunde liegenden Indizes abweichen können (Stichwort auch "Flash-Crash"). Wir halten die Risiken in den von uns selektierten ETFs für begrenzt, zumal wir die ETFs als Anlagevehikel empfehlen und nicht für kurzfristiges Trading. Daher spielt bei unserer Selektion auch Größe/Volumen bzw. Liquidität keine so große Rolle wie bei handelsorientierten Portfolios. Für große Anlagesummen und handelsintensive Portfolios kann das Volumen bzw. die Liquidität einzelner ETFs besonders in Marktkrisen jedoch durchaus relevant sein. Wir beobachten die ETF-Anbieter und falls sich Probleme bei Produkten oder Anbietern zeigen, werden wir unsere Empfehlungen zu den ETFs entsprechend überprüfen bzw. ändern.

5.6.11. Wie unterscheidet sich das Diversifikator-„Produktangebot“ von dem Angebot von Online Plattformen, Pools und Banken?

Wir bieten nur Musterportfolios an. Wir bieten keine „Me-Too“ Portfolios an, wie es einige Anbieter mit ihren 30/70, 50/50 und 70/30 Anleihe/Aktienportfolios machen. Wir entwickeln aber auch keine sehr annahmeabhängigen pseudo-optimierten Portfolios, die sich auf wissenschaftliche Basis berufen. Klassische diskretionäre bzw. „aktiv gemanagte“ Portfolios wird man auch nicht bei uns finden. Unsere Portfolios sind robust und möglichst einfach, aber nicht simpel. Und sie werden systematisch hergeleitet, kontinuierlich überwacht und transparent weiterentwickelt.

Hinzu kommen liquide Zugänge über börsennotierte Vehikel – überwiegend Aktien-ETFs - zu Immobilien, Infrastruktur, Rohstoffen, Private Equity, aber auch inflationsgesicherten und Wandelanleihen und mehr. Solche Anlagen werden von vielen Investoren bisher vernachlässigt.

5.6.12. Was für ein Risikomanagement nutzt bzw. liefert Diversifikator?

Unser Risikomanagement besteht vor allem darin, dass wir besonders diversifizierte Portfolios erstellen. Dabei achten wir bei unseren ETF-Portfolios vor allem auf eine konzeptionell hohe Diversifikation und nutzen Faktoranalysen zur Überprüfung der Diversifikationseigenschaften. Anlegerbezogen besteht das Risikomanagement vor allem darin, dass wir empfehlen, unsere Renditeportfolios mit Cash zu kombinieren. Bei geringer Risikotragfähigkeit, die z.B. unter „Portfolioselektion“ oder mit dem von Diversifikator unabhängigen Tool auf www.behavioral-finance.com bestimmt werden kann, sollten Anleger mehr Cash halten. Darüber hinaus haben wir einen einfachen Trendfolgeansatz entwickelt, der im WMP Basis Trend und im ESG ETF-Portfolio umgesetzt wird. Für größere Anleger können wir auch weitere Portfolios mit Trendfolge steuern (siehe auch nächste Antwort).

Das Problem der meisten Risikomanagementsysteme ist aus unserer Sicht, dass Risiken der Vergangenheit gemessen werden. Viele globale Aktienportfolios aus den Jahren 2009 bis heute erscheinen dabei recht risikoarm, weil es keine globale Aktienmarktkrise gab. Anleiheportfolios der letzten Jahre erscheinen besonders risikoarm, weil die Anleihekurse fast immer mehr oder weniger stark gestiegen sind, da die Zinsen gesunken sind. Sehr viele Risikomodelle arbeiten mit Prognosen. Diese basieren auf Vergangenheitsdaten und/oder komplexen Modellen und/oder individuellen Einschätzungen. Ein solches Vorgehen ist sehr fehleranfällig, wie man an der überwiegend schlechten Performance von sogenannten risikogesteuerten Portfolios Anfang 2016 feststellen konnte (siehe dazu z.B. QAP Analytic Solutions GmbH, QAP Rückblick 1. Quartal 2016 vom 19.4.2016).

Institutionelle Anleger werden allerdings weiter solche Modelle verwenden, da sie zahlreiche Auflagen einhalten müssen und stark an Verlusten zum jeweiligen Jahresende gemessen werden. Privatanleger können jedoch bei einem Anlagehorizont, der mehrere Marktphasen umfasst, meist auf ein Risikomanagementsystem und die damit verbundenen direkten oder indirekten Kosten (in Form von Renditereduktion gegenüber vergleichbaren Anlagen ohne Risikosteuerung) verzichten.

5.6.13. Warum bietet Diversifikator Risikosteuerungs- bzw. Trendfolgesignale an?

In einigen Gesprächen mit Interessenten wurden unsere „most-passive" Portfolios als „zu einfach" kritisiert. Unsere Antwort darauf war: Unsere relativ einfachen Portfolios bringen in der Rückrechnung und seit dem Start auch „live" gute Renditen bei relativ geringen Risiken. Warum sollte man sie also komplizierter machen? Und: Risikosteuerung kostet Rendite und ist für Langfristanleger damit mit hohen Opportunitätskosten verbunden.

Allerdings zeigen unsere Portfolios - ohne individuelle Kombination mit Cash – in der Rückrechnung für 2008 Verluste zwischen 23 und 55 Prozent. Die höheren Verluste fallen vor allem für Portfolios mit hohen Aktien- und Alternatives-Quoten an. Die Risiken kann man durch Beimischung von Cash erheblich reduzieren. Für eher risikoscheue bzw. kurzfristig orientierte Anleger ist es trotzdem hilfreich, eine Risikosteuerungsmethode anbieten zu können, die es ermöglicht, denn Cash-Anteil gering halten zu können und trotzdem Risiken in schwierigen Marktphasen reduzieren zu können.

5.6.14. Wie ist Diversifikator bei der Entwicklung der Risikosteuerungssignale vorgegangen?

Zunächst haben wir die Anforderungen definiert. Auch dabei stehen Regelbasierung, Transparenz und Robustheit im Vordergrund. Insbesondere möchten wir einen Zusatznutzen für breit diversifizierte ETF-Portfolios erreichen. Ziel ist es, eine Risikoreduktion des jeweiligen Portfolios und trotzdem noch attraktive Rendite zu erreichen. Das heißt, die Sharpe Ratio sollte sich nur unwesentlich zum Nachteil des Anlegers verringern. Das bedeutet aber auch, dass die Rendite des Portfolios mit Signalimplementierung besonders in guten Marktphasen hinter der Rendite des Portfolios ohne Signale zurückbleiben wird.

5.6.15. Warum bietet Diversifikator Risikosteuerung auf Basis der 200Tagelinie an und nutzt keine anderen Methoden?

Die detaillierte Entwicklung und die damit verbundenen Rückrechnungen sind im neuen Dokument „Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen“ detailliert beschrieben. Hier ist eine kurze Zusammenfassung: Wir wollten nur sehr wenige bewährte und einfache, transparente und möglichst robuste Risikosteuerungsmodelle testen. Wenn wir viel mehr Varianten getestet hätten, hätten wir wahrscheinlich Modelle gefunden, die gut oder sehr gut funktioniert hätten. Aber so ein sogenanntes Modell- oder Datamining wollten wir vermeiden. Basierend auf wissenschaftlicher und Praxisliteratur und unseren eigenen Erfahrungen mit Risikosteuerungen haben wir nur die klassische 200Tageslinie, den Ansatz von Mebane Faber und den sogenannten MACD (Moving Average Convergence/Divergence) getestet. Während das Faber-Modell schon auf geringe Handelskosten ausgerichtet ist, haben wir für die beiden anderen Ansätze vorab kleine ergänzenden Änderungen definiert, um die Zahl der Handelssignale und damit den Implementierungsaufwand und die Umsetzungskosten zu begrenzen. Nur das 200Tagelinienmodell lieferte für uns akzeptable Risikoreduktionen für alle unsere Portfolios bei weiterhin attraktiven Renditen.

5.6.16. Wie kann man die Risikomodelle nutzen?

Wir möchten möglichst alle Details transparent machen und auch die Umsetzung für Anleger einfach machen, müssen aber auch regulatorische Einschränkungen beachten. Daher stellen wir die Konzepte öffentlich online (siehe Dokument „Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen“) und auch die Tagesdaten der aggregierten Portfolios haben wir inklusive der Rückrechnungen online gestellt und um 200 Tage Vorlauf erweitert. Künftig wollen wir ein kleines Tool mit der 200Tagelogik inklusive der von uns vorgenommen geringen Modifikationen online stellen. So können Berater und Anleger selbst feststellen, wann das Risikomodell auf Basis der aggregierten Portfolioperformance zum Marktausstieg oder Wiedereinstieg anregt. Die Detailsignale auf Basis der Einzel-ETF Zeitreihen stellen wir zudem unseren Beratungspartnern und kooperierenden Banken zur Verfügung. Außerdem ist das Modell im Weltmarktportfolio Basis Trend umgesetzt.

5.6.17. Was halten Sie von garantierten Produkten?

Garantien kosten Geld, ähnlich wie Versicherungen. Dabei verzichtet man explizit oder implizit auf Renditechancen. Garantien werden oft nach Krisen nachgefragt, wenn sie besonders teuer sind. Für Anleger mit einem Anlagehorizont über zehn Jahren (siehe dazu die Verluste diverser

Anlagestrategien unter www.portfoliocharts.com), diversifizierten Anlageportfolios und ausreichend Vermögen, Verluste tragen zu können, sind unseres Erachtens in der Regel keine Garantien nötig.

5.7. Portfolios

5.7.1. Welche Portfolios hat Diversifikator getestet und nicht online gestellt?

Die ersten sieben von uns konzipierten Portfolios sind online bzw. live gestellt und zwar ohne Optimierungen vorzunehmen. Das heißt, wir haben zwar ausgerechnet, wie sich die Portfolios in der Vergangenheit entwickelt hätten („Rückrechnung"), aber wir haben keine Änderungen an den Portfolios vorgenommen, weil sie mit diesen Änderungen vielleicht eine bessere vergangene Rendite oder weniger Risiko erreicht hätten. Wir stellen immer zunächst Asset Allokations- und ETF- bzw. Wertpapier-Selektionsregeln auf, bevor wir Portfolios zusammenstellen. Wenn diese Portfolios uns konzeptionell nicht überzeugen, weil sie z.B. nicht diversifiziert genug sind, analysieren wir gar nicht erst, wie sie in der Vergangenheit rentiert hätten. Allerding werden wir künftig vermutlich einige unserer Ideen nach einem Test der zurückgerechneten Performance verwerfen. Denn wenn Portfolios zwar konzeptionell interessant erscheinen, aber in der Vergangenheit nicht gut funktioniert hätten, nehmen wir nicht an, dass sich das in der Zukunft ändert, denn wir nutzen ja keinerlei Prognosen.

Inzwischen haben wir mehrere Portfolios geprüft aber nicht umgesetzt.

a) So haben wir versucht, das Weltmarktportfolio Basis mit Vanguard ETFs bzw. Indexfonds nachzubilden. Die ETFs und Fonds von Vanguard gelten als besonders kostengünstig und etliche sind inzwischen auch für deutsche Anleger steuereffizient erwerbbar. Der Nachteil ist, dass teilweise erhebliche Mindestinvestments nötig sind. Unsere Analyse hat ergeben, dass nur gut 60% des WMP über Vanguard ETFs verfügbar sind, so dass wir diese Portfolio-Idee aktuell nicht weiterverfolgen.

b) Weiterhin haben wir geprüft, inwieweit das Weltmarktportfolio Basis mit iShares ETF abzudecken ist. iShares ist der größte ETF Anbieter und es gibt Banken und Vermögensverwalter bzw. Berater, die gerne nur mit einem ETF-Anbieter kooperieren wollen. Die Umsetzung des WMP Basis nur mit iShares ETFs ist fast komplett möglich. Allerdings entsprechen nicht alle ETFs unseren Idealanforderungen und die Kosten eines solchen Portfolios wären höher, als sie es bei unserem Weltmarktportfolio Basis sind.

c) Wir haben auch geprüft, inwieweit ein am Weltmarktportfolio orientiertes Smart Beta Portfolio attraktiv sein kann. Smart Beta steht für regelbasierte Anlagestrategie, die von Kapitalgewichtungen abweichen. Oft wird auf eine erwartete Outperformance einzelner

Faktoren wie Low Risk, Value oder Small Cap gesetzt. Da wir nicht wissen, welche Faktoren künftig besonders gut rentieren werden, haben wir einen anderen Ansatz gewählt. So kann man feststellen, dass kapitalgewichtete Indizes sehr oft geringere Renditen aufweisen als andere Indexgewichtungsmethoden. Wir haben daher versucht, das WMP Basis mit ETFs nachzubilden, die keine Kapitalgewichtung nutzen. Dabei kamen wir im Mai 2016 nur auf eine Abdeckung von knapp 50% des WMP, so dass wir diese Idee nicht weiterverfolgt haben.

d) Für Kritiker an sogenannten synthetischen ETFs, also ETFs, die Derivate bzw. Swaps einsetzen, um die Indexziele zu erreichen, haben wir das Weltmarktportfolio Basis mit nicht-synthetischen ETFs nachgebildet. Damit können wir das WMP Basis zu 90% nachbilden. Allerdings werden dann unsere Idealanforderungen an Indizes bzw. ETFs nicht alle erfüllt. Dieses Portfolio stellen wir Anlegern, die sich dafür interessieren, gerne zu den gleichen Konditionen wie unsere anderen Musterportfolios zur Verfügung. Aktuell werden folgende Portfolios ohne synthetische ETFs angeboten: WMP Basis Income, Equity-Income (DW) ETF-Portfolio, das ESG und das Islamic ET-Portfolio und natürlich die drei ESG Aktienportfolios.

5.7.2. Welche Portfolios kann Diversifikator noch anbieten?

Für Partner können wir gerne weitere Portfolios entwickeln. Dabei präferieren wir regelbasierte, robuste und transparente nicht-optimierte Portfolios. Dazu haben wir auch eine Reihe von attraktiven Ideen, die unseres Wissens bisher in Deutschland auch noch nicht angeboten werden. Diversifikator kann solche Portfolios ab Anlagevolumina von etwa einer Million Euro anbieten.

5.7.3. Kann man seine reale Portfoliozusammensetzung jederzeit ändern?

Wir liefern nur Musterportfolios. Diese Vorlagen können von Interessenten bzw. ihren Beratern jederzeit nach Belieben geändert werden und entsprechend individuell in den jeweiligen Depots umgesetzt werden. Solange die implementierten Portfolios sich an unseren Musterportfolios orientieren, erwarten wir aber, dass wir für die Nutzung unserer Ideen auch adäquat honoriert werden (Wir vertrauen darauf, dass Anleger bzw. Berater uns entsprechend fair honorieren.).

5.8. Wer wir sind

5.8.1. Wie sicher ist die Anlage und was passiert bei einer Einstellung der Aktivitäten von Diversifikator?

Wir nehmen keine Einlagen an. Die Sicherheit der Einlagen hängt von der Sicherheit der genutzten Depotbank ab. Insbesondere bei deutschen Depotbanken sollte eine hohe Sicherheit gegeben sein. Wenn man unseren Musterportfolios folgt, erfolgt die Anlage in ETFs, also regulierten Fonds. Das sind Sondervermögen, die als solche sicher sind, aber deren Wertentwicklung natürlich von den Inhalten der Fonds abhängt. So werden die Einlagen oft nicht 1-1 in die Wertpapiere des dem ETF zu Grunde liegenden Index investiert, sondern nur in repräsentativ ausgewählte Indexkomponenten („Sampling"), oder es werden Derivate genutzt, welche die Indexentwicklung nachbilden sollen (Derivate- bzw. Swap-basierte ETFs). Bei den derivatebasierten ETFs gibt es unter Umständen derivateabhängige bzw. Gegenpartei-abhängige Risiken und bei den anderen ETFs gibt es meist Risiken aus Wertpapierleihe. Beide Risiken halten wir aktuell allerdings für relativ gering in Bezug auf die ETFs in unseren Musterportfolios. Und die ETFs können grundsätzlich (außer bei höherer Gewalt bzw. gewaltigen Marktstörungen) typischerweise jederzeit verkauft werden, daher sind die Risiken für Anleger aus unserer Sicht insgesamt relativ gering.

Bei Insolvenz von Diversifikator oder der Depotbank sind die Wertpapiere des Anlegers nicht direkt betroffen, weil sie sich in Sondervermögen befinden. Es kann im Falle einer Insolvenz der Depotbank aber etwas dauern, bis der Anleger wieder Zugriff auf seine Wertpapiere hat. Eine dauerhafte Arbeitsunfähigkeit von Dirk Söhnholz (die einzige sogenannte Schlüsselperson von Diversifikator) hat keinerlei Auswirkungen auf die Anlagen, die den Musterportfolios folgen. Die Signalkommunikation bzw. die Weiterentwicklung der Portfolios wird in dem Fall anderweitig sichergestellt oder eingestellt.

5.8.2. Ist Diversifikator nicht zu klein, um von seriösen Kooperationspartnern akzeptiert zu werden?

Diversifikator ist klein, und das ist auch gut so (frei nach Klaus Wowereit). Klein sein heißt, schnelle Entscheidungen treffen zu können. Da wir vieles nicht selbst machen, können wir uns jeweils „die besten" externen Partner suchen. Große Robo-Advisors generieren meist auch große Verluste, wir nicht. Diversifikator hat keine externen Anteilseigner und nutzt keine Fremdfinanzierung. Daher ist unsere Überlebenswahrscheinlichkeit sehr hoch. Alle unsere Portfolios und Prozesse sind regelbasiert und detailliert dokumentiert. Eine Zusammenarbeit mit uns ist also ziemlich risikolos.

5.9. Wir sind anders

5.9.1. Wieso bezeichnet Diversifikator sich als 80% anders?

Das gilt vor allem für die eigenen Portfolios, die wir anbieten werden. Die meisten Portfolios anderer Anbieter werden entweder diskretionär - also abhängig von zahlreichen individuellen bzw. Teamentscheidungen - oder quantitativ und prognosebasiert gemanagt. Unsere Portfolios sind komplett regelbasiert aber trotzdem prognosefrei, weil gute Einzelprognosen schon schwierig sind. Vielfältige gute Prognosen, die für Optimierungen meist nötig sind, sind aus unserer Sicht fast unmöglich. Außerdem sind wir sehr transparent, kostengünstig, researchbasiert, haben einen kontinuierlichen Verbesserungsprozess etc. Das ist ganz überwiegend anders als bei klassischen Produktanbietern. Aber natürlich kochen auch wir nur mit Wasser, wie es so schön heißt. 80% anders ist aus unserer Sicht eine gute Schätzung.

5.9.2. Wieso ist Transparenz so wichtig für Diversifikator?

Berater und Anleger sollten im besten Fall vorhersehen könne, wie sich ihre Portfolios in bestimmten Marktphasen verhalten. Wenn Portfoliomanager keine klaren Regeln haben, nach denen sie agieren, oder wenn die Regeln den Anlegern gegenüber nicht transparent gemacht werden, ist das unmöglich. Daher ist vor allem Regeltransparenz als „Transparenz nach Vorne“ so wichtig.

5.9.3. Hat Diversifikator bei so viel Transparenz keine Angst vor Kopierern?

Nicht wirklich. Unsere Portfolios sind z.B. mit ihren hohen Anteilen an „alternativen“ ETFs sehr viel anders als die meisten der uns bekannten Fonds bzw. Dachfonds. Damit haben sie auch einen hohen Wiedererkennungswert. Kopierer können daher grundsätzlich schnell identifiziert werden.

Außerdem sind wir sehr günstig, man kann also nicht viel einsparen, wenn man uns kopiert, ohne uns zu bezahlen. Ärgerlicher ist es, wenn ein Kunde sich beraten lässt und dann unsere Portfolios umsetzt, ohne den Berater zu honorieren. Insgesamt vertrauen wir darauf, dass die Kunden bzw. Berater, die unsere Vorschläge verwenden, uns dafür auch bezahlen werden.

5.9.4. Wieso bezeichnet Diversifikator sich als unabhängig?

Inzwischen ist der Unabhängigkeitsbegriff sogar regulatorisch verankert, z.B. in Bezug auf die sogenannte Honorar(finanz)anlageberatung. Wir bieten keine Anlageberatung an, aber die regulatorisch verwendete Unabhängigkeitsdefinition ist hilfreich. Danach erfordert Unabhängigkeit umfangreiche Marktanalysen, die wir für ETFs durchführen. In unseren Portfolios können grundsätzlich alle liquiden Wertpapiere verwendet werden, völlig unabhängig von deren Anbietern. Wir nehmen keinerlei Provisionen von Produktanbietern an. Da wir keine aktiv gemangten Fonds einsetzen, sind wir auch unabhängig von einzelnen Portfoliomanagern. Künftig können auch nicht-ETFs eingesetzt werden. Allerdings gehen wir davon aus, dass es sich dabei nur um Indextracker bzw. andere regelbasierte Fonds handeln wird und diese nur eingesetzt werden, wenn sie Vorteile gegenüber ETFs haben. Aktive ETFs werden nicht eingesetzt. Wir sind nicht an Beraterorganisationen oder Vertriebe gebunden. Wir binden uns nicht an eine Depotbank, sondern sind offen für die Zusammenarbeit mit allen seriösen Banken. Für bestimmte Services, die eine Regulierung erfordern, binden wir uns allerdings an ein Haftungsdach. Darin sehen wir aber keine Reduktion unserer Unabhängigkeit, zumal wir das Haftungsdach bei Bedarf wechseln können. Wir sind außerdem völlig unabhängig von Prognosen jeder Art und auch von allen Optimierungsmodellen. Aus unserer Sicht sind unsere Portfolios damit eine sehr gute Basis für unabhängige Investments bzw. unabhängige Beratung.

5.9.5. Was versteht Diversifikator unter einem dialektischen Ansatz?

Dialektik ist eine interessante Diskussionsmethode. Eine These steht einer Antithese gegenüber. Die Synthese aus diesen beiden soll zu besseren Erkenntnissen führen. Wir halten es für wichtig, klassische Thesen der Geldanlage zu hinterfragen. Das kann zu besseren Ergebnissen für Anleger führen. So gelten auch heute noch gute Prognosen als Erfolgsvoraussetzung für gute Geldanlagen. Unserer Ansicht nach heißt es aber richtig, dass Prognosen schwierig sind, besonders wenn sie die Zukunft betreffen. Wir halten auch nichts von klassischen Optimierungen, wie sie von sehr vielen Fondsbietern genutzt werden. Robuste Portfolios für möglichst viele Marktphasen halten wir für wichtiger. Ähnliches gilt für die Datensammelwut oder die Fragen nach der Bedeutung von Track Records, Fondsgrößen und Liquidität. Wir haben daher nichts dagegen, 80% anders zu sein.

5.9.6. Wie ist das Geschäftsmodell von Diversifikator?

Wir entwickeln sehr kostengünstige, systematisch-optimierungsfreie Anlageportfolios für Vermögens- bzw. Anlageberater. Diesen und auch deren Kunden bieten wir neben innovativen Portfolios einen sehr transparenten Online-Informations-Zugang bis hin zu voll automatisierten White-Label Robo-Advisor Lösungen.

5.9.7. Wieso wird Diversifikator in Robo-Advisor Vergleichen manchmal nicht aufgeführt?

Anders als Direktanleger-orientierte Robo-Advisors bieten wir bisher keine Anlagevermittlung, keine Online-Beratung und keine automatisierte Vermögensverwaltung an. Daher sind wir in solchen Vergleichen manchmal nicht aufgeführt. Andererseits sehen wir uns durchaus als Finanztechnologieunternehmen (Fintech) und innerhalb von Fintechs im Segment Investments und am ehesten im Untersegment Robo-Advisors angesiedelt.

5.9.8. Was macht Diversifikator anders als sogenannte Robo-Advisors?

Erstens sind wir unseres Wissens der einzige deutsche Anbieter, der seine Plattform komplett auf Berater ausrichtet. Zweitens bilden unsere Basisportfolios das sogenannte Weltmarktportfolio ab. Konkret beinhalten sie wesentliche höhere Allokationen zu Immobilien- und Infrastrukturaktien als die meisten anderen liquiden Portfolios. Drittens nutzen wir „Cash“ statt Anleihen als risikofreies Investment. Viertens sind wir der erste Anbieter eines breit diversifizierten ESG ETF-Portfolios, also eines sogenannten verantwortungsvollen Portfolios. Fünftens sind wir besonders transparent, indem wir alle unsere Portfoliomanagementregeln komplett offenlegen und dazu noch auf Tools verweisen, mit denen unser Regeln überprüft werden können. Sechstens verzichten wir bewusst auf das Sammeln von Kundendaten (No- oder Small-Data). Last but not least sind wir im Vergleich zu anderen Angeboten inklusive Beratung besonders günstig.

5.9.9. Warum richtet Diversifikator sein Angebot auf Berater und nicht direkt auf Endkunden aus?

Die Gruppe der reinen Selbstentscheider ist in Deutschland noch relativ klein. Es gibt sehr viele sehr unterschiedliche Finanzprodukte, z.B. über tausend ETFs, und sehr viele Unterschiede zwischen Anlegern. Die meisten Anleger wollen auch künftig persönlich beraten werden. Auch Selbstentscheider diskutieren Ihre Anlageideen gerne mit Profis. Und gute Anlageberatung kostet

Geld. Wir wollen die Beratermargen nicht drücken, sondern dafür sorgen, dass die Vermögensverwaltungskosten insgesamt sinken, in erster Linie durch Senkung der Kosten für das Portfoliomanagement. Bei insgesamt geringeren Kosten sollte der Anleger eine bessere Rendite bekommen. Damit sollte die Zufriedenheit mit dem Berater steigen. Außerdem kann ein Berater einfacher Neukunden gewinnen, wenn er kostengünstige und transparente, gut nachvollziehbare Lösungen anbietet.

5.9.10. Auf welche Kundengruppen setzt Diversifikator?

Diversifikator wurde nicht für bestimmte Kundengruppen konzipiert, sondern setzt zunächst die präferierte Geldanlage seines Gründers um. Grundsätzlich ist Diversifikator für alle Kundenarten geeignet: Kleinanleger, die nur Sparpläne nutzen wollen, Anleger von ablaufenden Lebensversicherungsvertragsauszahlungen, Erben aber durchaus auch institutionelle Anleger wie Stiftungen oder Family Offices. Letztere finden bei Diversifikator z.B. mit dem ESG-ETF oder dem Alternatives-ETF aber auch dem Islamic-ETF-Portfolio Angebote, die es sonst bisher nirgends gibt. Außerdem dient die systematisch-prognosefreie bzw. RETRO Anlagestrategie von Diversifikator auch vermögenden Anlegern zu einer neuartigen Diversifikation über Investmentphilosophien. Hinzu kommt, dass die Diversifikator Angebote für institutionelle Anleger besonders günstig sind und besonders viel Transparenz bieten. Auch der Small-Data Ansatz von Diversifikator sollte besonders für vermögende Anleger attraktiv sein.

5.9.11. Wird Diversifikator überflüssig, wenn Finanzdienstleister ihren eigenen Robo-Advisor anbieten?

Wir gehen davon aus, dass immer mehr Finanzdienstleister eigene Online-Plattformen bis hin zu kompletten Robo-Advisors ausbauen werden. Diversifikator ist aber in erster Linie ein Anbieter von Portfolios. Unsere Portfolios sind durch ihre Regelbasierung, Transparenz und Robustheit, innovativen Ansätze und günstige Kosten als Bausteine für alle Arten von Angeboten, vor allem Online-Angebote, interessant. Das gilt nicht nur für unser „Core“ Weltmarktportfolio sondern auch für unsere speziellen ESG- und vor allem für uns „Satelliten“ „Alternatives“ ETF-Angebote.

5.9.12. Warum sollten Berater Diversifikator nutzen bzw. empfehlen?

Selbst Berater in großen Bankorganisationen haben heute oft keinen Zugriff auf robuste und einfach verständliche Portfolio-Testtools. Wenn Berater und Kunden die gleichen Tools nutzen können, wird die Kommunikation mit dem Kunden viel einfacher. Aber auch Endkunden sollen grundsätzlich Zugang zu den gleichen Tools bekommen. Das sollte gut für das Vertrauen

zwischen Kunde und Berater sein. Und Kundenvertrauen ist bei der Geldanlage besonders wichtig und wertvoll.

Berater haben auch ohne Diversifikator meist schon viele Produkte, die sie verkaufen können. Doch wir bieten Portfolios mit anderer Philosophie und anderem Inhalt an als Wettbewerber, die zudem sehr günstig sind.

Diversifikator hat daher viele Vorteile für Berater:

- Faire Verdienstmöglichkeiten: Grundvoraussetzung für das Angebot durch Berater ist, dass diese für ihre Tätigkeit fair bezahlt werden. Diversifikator empfiehlt Beratern, eine Servicegebühr von 1% p.a. zu nehmen von der 0,65-0,75% p.a. auf den Berater bzw. seine Organisation (Bank, Versicherung etc.) entfällt. Das ist vergleichbar mit Provisionen, die Fondsanbieter für den Verkauf ihrer Fonds zahlen. Allerdings zahlen wir keine Provisionen, sondern empfehlen, dass der Kunde eine Servicegebühr an seinen Berater zahlt. Bei EUR 10.000 Wertpapieranlage sind 0,65-0,75% aber nur EUR 65 bis 75 p.a.. Viele Berater bieten ihre Beratung daher nur Kunden an, die mindestens EUR 50.000 oder mehr anzulegen haben. Bei EUR 50.000 erhalten Sie demnach ca. EUR 350 p.a.. Das entspricht etwa dem Preis von zwei typischen Honorarberatungsstunden. Wenn ein Berater eine sehr gute umfassende Beratung liefern soll, ist das nicht viel (siehe auch „Das Diversifikator Konzept“ unter „Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben“). Umso wichtiger ist daher, dass der Anleger die Beratung gut vorbereitet. Dazu kann er die von uns aufgeführten Tools und unsere Webseite nutzen.
- Einfacher Verkauf: Je einfacher das Produkt zu verkaufen ist, desto besser für den Berater. Am einfachsten sind Produkte zu verkaufen, die sehr positiv bekannt sind. Positiv bekannt sind vor allem Produkte, die in der Vergangenheit gut waren und deren Anbietern es gelungen ist, das auch bekannt zu machen. Diversifikator ist neu und hat damit keinen langen positiven Track Record. Und Diversifikator hat kein Werbebudget, um den Verkauf zu unterstützen. Aber dafür sind die Diversifikator-Portfolios einfach zu erklären und bieten eine besonders gute Transparenz und ausführliche Dokumentation, die dem Berater die Erklärungsarbeit erleichtern sollte.
- Zeitgemäß: Diversifikator sieht sich nicht als Modeerscheinung, die bald wieder verschwindet. Aber es ist einfacher für einen Berater, ein zeitgemäßes Produkt zu verkaufen. ETF-Portfolios sind zeitgemäß ebenso wie Online-Angebote und ESG-Angebote.
- Neuartig: Berater sprechen ihre Kunden gerne mit neuen Ideen an. Diversifikator ermöglicht typischerweise keine einmalige Vergütung, die den Verkauf neuer Produkte für den Berater finanziell attraktiv machen kann (Diversifikator kann aber nur empfehlen, zu welchen Konditionen die Musterportfolios genutzt werden. Es ist nicht ausgeschlossen, dass einzelne Berater einmalige Gebühren verlangen.). Aber die Investmentphilosophie, der Weltmarktportfolio-Ansatz, das ETF-ESG und weitere Portfolios, die Online-Unterstützung, die hohe Transparenz etc. sind neu und damit auch für Berater interessant.
- Transparenz und Kostensenkung: Diversifikator versucht, unter anderem durch volle Transparenz zu punkten und dem Anleger Tools bereit zu stellen, mit denen er sich teilweise selbst beraten kann. So können Anleger Vertrauen zu den Diversifikator Portfolios aufbauen und sich viele Fragen, die sie sonst dem Berater stellen würden, vorab

selbst beantworten. Das macht den Verkauf der Modellportfolios von Diversifikator für Berater einfacher und damit attraktiver.

- Gute Rendite: Niedrige Kosten, und Diversifikator Portfolios haben niedrige Kosten im Vergleich zu den meisten traditionellen Produkten, führen unter sonst gleichen Bedingungen zu höheren Renditen. Das wissen Berater sehr gut. Auch das sollte Diversifikator-Portfolios für sie attraktiv machen.

Wir sehen uns als sehr gute Ergänzung und nicht als Wettbewerb für Banken, Pools oder Plattformen, die ein viel breiteres Serviceangebot haben als wir. Dazu haben wir ein „Kooperationen"-Arbeitspapier erstellt, welches unter „Archiv" zur Verfügung gestellt wird (Die leicht überarbeiteten Inhalte des Dokumentes sind jetzt in „Passive, verantwortungsvolle und online Kapitalanlage" (ehemals „Regelbasiert-optimierungsfreie Kapitalanlage, Robo-Beratung und ESG" im Archiv zu finden).

5.9.13. Welche Berater empfiehlt Diversifikator bzw. warum gibt es Berater, die keine Portfolios von Diversifikator anbieten wollen?

Wir nennen unsere Kooperationspartner auf unserer B2B-Seite. Erfahrungen aus den USA zeigen, dass es lange dauern kann, bis traditionelle Finanzdienstleister öffentlich Kooperationen mit Robo-Beratern eingehen. Zur Beraterselektion kann man das BaFin Honorarberaterregister verwenden (Hier kann man Organisationen finden: https://portal.mvp.bafin.de/database/HABInfo/) oder auf der Seite „Kennst Du Einen" (Hiermit kann man individuelle Berater in seiner Nähe finden) unter Finanzberater, Anlageberater, Vermögensberater oder Vermögensverwalter suchen. Unter Honoraranlageberater sind erst sehr wenige Namen aufgeführt. Und Verbraucherzentralen beraten generell zu Finanzanlagen ohne Mindestanlagesummen zu verlangen.

Traditionelle Banken und Versicherungen tun sich manchmal schwer damit, uns als Partner auszuwählen. Gründe dafür gibt es viele: Sie bieten oft schon sehr viel Produkte an und wollen ihr Produktangebot nicht noch erweitern, sondern oft eher reduzieren. Oder sie können mit ihren aktuellen Produkten mehr verdienen, z.B. über Ausgabeaufschläge, Provisionen oder Handelskosten. Außerdem tun sich einige traditionelle Anbieter schwer damit, unsere systematisch-prognosefreie Investmentphilosophie zu akzeptieren. Fast alle heutigen Angebote traditioneller Finanzdienstleister sind nämlich entweder diskretionär - also nicht regelbasiert - oder quantitativ-prognoseabhängig. Dabei setzen wir gar nicht darauf, die einzige angebotene Investmentphilosophie bei diesen Finanzdienstleistern zu sein, sondern setzen auch bei der Philosophie auf Diversifikation: Es erscheint uns besser, wenn Kunden einen diskretionären, einen quantitativen und einen systematisch prognosefreien (RETRO) Fonds im Portfolio haben, als nur traditionelle Fonds.

Wir haben von traditionellen Anbietern aber auch schon das Argument gehört, wir seien zu transparent. Da man unsere Musterportfolios leicht kopieren könne, ohne für Beratung zu zahlen, schrecken manche traditionellen Anbieter davor zurück, uns zu empfehlen. Und natürlich wird vorgebracht, dass wir keinen bzw. nur einen relativ kurzen echten Track Record haben (dafür kann man unsere Ergebnisse aber sehr gut simulieren) und damit auch keine Ratings (wobei die Vorhersagekraft guter Ratings für künftige Performance umstritten ist). Aber wir sind zuversichtlich, trotzdem bald einige Beraterorganisationen benennen zu können, die keine Scheu haben, unsere Portfolios anzubieten und dazu zu beraten.

5.9.14. Was hält Diversifikator von Honorarberatung?

Bisher gibt es nur sehr wenige Honorarberater in Deutschland. Es fällt Kunden noch schwer, Berater direkt zu bezahlen, insbesondere auf Stundenbasis und gegen Rechnung. Allerdings wissen viele Kunden gar nicht, dass sie indirekt sehr hohe Provisionen zahlen. Wir selbst werden keine Provisionen von Produktanbietern vereinnahmen, denn wir scheuen auch den administrativen Aufwand, Provisionen an Kunden „durchzureichen". Wir werden daher wohl auch künftig nur provisionsfreie Produkte einsetzen.

Der Vermögensberater wird in unserem Modell direkt vom Kunden bezahlt. Das erfolgt zum Beispiel über eine vom betreuten Vermögen abhängige Service-Marge, die vom Berater individuell mit seinen Kunden ausgehandelt werden kann. Wir bekommen einen kleinen Anteil an dieser Servicepauschale.

Wir selbst legen kein Mindestvolumen für unsere Services fest. Der Berater entscheidet, ab welchem Volumen er Kunden persönlich betreuen will und die Depotbank entscheidet, welches Investment-Minimum sie gerne haben möchte.

Unser Modell ist nicht nur für die bisher erst sehr geringe Zahl von Honorarberatern interessant, sondern auch für sogenannte Provisionsberater, die zusätzlich zu ihren Provisionsangeboten auch solche kundenbezahlten Angebote machen möchten.

Unser Modell ist für den Endkunden sehr transparent und normalerweise wesentlich günstiger, als das, was er heute zahlt. Wir halten dieses Modell auch für „kleine" Kunden für interessant. Wenn jemand z.B. 10.000 Euro anlegt - das entspricht in etwa dem durchschnittlichen Wertpapierbestand in deutschen Depots - und dem Berater und uns zusammen ein Prozent pro Jahr bezahlt, dann kommt er auf 100 Euro pro Jahr. Nach der allgemeinen Diskussion entspricht das etwa den Kosten für eine dreiviertelstündige Beratung. Wenn man weiß, wie viel Zeit Berater inzwischen für regulatorisch vorgesehene Aufklärung und Dokumentation aufwenden müssen, ist das sehr günstig.

Da viele Berater solche Kleinkunden nicht profitabel bedienen können, sind wir gerade für solche Kundengruppen auch offen für Zusammenarbeiten mit Direktbanken. Jeder Kunde sollte die Chance haben, von unseren günstigen Angeboten zu profitieren.

5.9.15. In den USA und zunehmend auch in Deutschland wird das Thema Smart Beta propagiert. Was halten Sie davon?

Wir haben uns schon sehr früh mit Smart-Beta beschäftigt. Das sieht man daran, dass uns die Internet-Domain www.smart-beta.de gehört. Smart-Beta setzt üblicherweise auf bestimmte Faktoren wie Small Caps, Value oder Momentum. Wir halten es für extrem schwer, erfolgreich zu prognostizieren, welche Faktoren künftig besonders attraktiv sein werden. Außerdem kann man mögliche attraktive Faktoren nur selten in einigermaßen reiner Form kaufen. Es gibt zahlreiche Untersuchungen die zeigen, dass eine reine Kapitalgewichtung von Aktien vielen anderen Gewichtungen unterlegen ist. Wir sind der Ansicht, dass viele angebliche Überrenditen bestimmter Faktoren zu einem wesentlichen Teil durch nicht-Kapitalisierungsgewichtungen zu erklären sind. Auf Anlegerwunsch haben wir das Equity-Income (DW) ETF-Portfolio entwickelt, das attraktive Aktiendividenden generieren soll. Dieses Portfolio nutzt Dividendengewichtungen von Aktien. Unsere direkten ESG-Aktienportfolios nutzen Gleichgewichtungen. Damit haben wir mehrere Smart Beta Portfolios im Angebot, prognostizieren aber nicht die Outperformance einzelner Faktoren bzw. dieser Ansätze.

Wir halten die Analyse der Abhängigkeiten von Portfolios von einzelnen Faktoren für sehr wichtig und haben daher für alle Portfolios Faktoranalysen durchgeführt und online-gestellt (siehe „Faktoranalyse“ auf www.diversifikator.com). Dabei legen wir Wert darauf, dass es nicht zu zu hohen Abhängigkeiten von einzelnen Faktoren kommt.

5.9.16. Wieso präferiert Diversifikator „More Beta“ gegenüber „Smart Beta“?

Smart Beta, von Morningstar auch Strategic Beta genannt, suggeriert dass es besser ist als normales Beta. Beta ist zunächst eine systematische Marktabhängigkeit. Wir haben seit einigen Jahren dazu recherchiert und auch publiziert. Wir sind der Ansicht, dass Abweichungen von der sogenannten Kapitalgewichtung renditemäßig attraktiv sein können, oft aber zu mehr Risiken in den Portfolios führen. Wir kennen aber keine Betafaktoren, von denen wir einigermaßen sicher annehmen können, dass Sie in der Zukunft zu Überrenditen führen können. Wir möchten aber einerseits nicht, dass unsere Portfolios zu stark von einzelnen Märkten abhängen, daher nutzen wir Faktoranalysen) siehe Stichwort „Faktoranalyse“ auf www.diversifikator.com). Andererseits sind wir ein Anhänger von Diversifikation über möglichst viele Beta Quellen (More Beta), und nutzen daher Anlagesegmente wie Listed Infrastructure, die in vielen Portfolios gar nicht oder nur wenig vertreten sind.

5.9.17. Was hält Diversifikator von Gold, Selbstversorgerfarmen und Sammlerobjekten wie Kunst, Oldtimern und Schmuck?

Sehr vermögende Anleger, die Sorge vor großen Finanzkrisen haben, legen manchmal einen Teil ihrer Vermögen in den genannten Kategorien an. Gold ist sogar in Fonds mit relativ geringen Zeichnungssummen erwerbbar. Anders als Anleihen, die typischerweise positive Zinsen bringen (Diversifikator nutzt nur Staatsanleihen entwickelter Länder mit Restlaufzeiten über drei Jahren) und Aktien, die normalerweise Dividenden und Wertsteigerungen erwarten lassen, ist Gold als Anlage nicht „produktiv" und wird daher nicht als Anlagesegment berücksichtigt. Über Rohstoffaktien ist Gold zudem durchaus in Diversifikator Portfolios vertreten. Auch Diamanten, Oldtimer und Kunst sind in dem Sinn nicht produktiv und zudem auch nicht in attraktiven, diversifizierten Fondsverpackungen mit geringen Mindestanlagen erhältlich. Selbstversorgerfarmen sind zwar produktiv aber auch nicht effizient in liquide Portfolios integrierbar. Auch andere illiquide Anlagen werden nicht direkt, sondern nur indirekt über entsprechende Aktien berücksichtigt (dazu und warum auch z.B. High Yield nicht in Diversifikator Portfolios vertreten ist siehe auch das PDF „Diversifikator Asset Allokation und ETF-Selektion").

5.9.18. Wird Diversifikator auch geschlossene Fonds und andere illiquide Investments anbieten?

Wir haben uns jahrelang intensiv mit dem Thema beschäftigt. Wir sehen uns das selbstverständlich sehr genau an, aber haben keine Eile damit. Wenn wir Mehrwert für unsere Berater und Endkunden bieten können, werden wir das machen. Für mittel- bis langfristig orientierte Anleger spielt Liquidität gar nicht mal die größte Rolle. Es geht zunächst eher darum, Vertrauen zu schaffen, indem wir Investoren die Möglichkeit geben, die von uns entwickelten Portfolios jederzeit verkaufen zu können. Andererseits werden wir auch kleine, neue, weniger liquide ETFs und grundsätzlich auch nicht-börsennotierte Fonds für unsere Portfolios prüfen. Es gibt einige Untersuchungen die zeigen, dass solche ETFs und Fonds durchaus auch Vorteile gegenüber älteren und liquideren Produkten haben können.

5.9.19. Haben Webseitennutzer Einflussmöglichkeiten auf Diversifikator?

Ja sicher. Wir sind nicht perfekt und immer dankbar für Tipps und Ideen.

5.9.20. Warum wurde Diversifikator „Diversifikator“ genannt?

Diversifikation wurde auch als der einzige „free lunch“ der Kapitalanlage bezeichnet (Wir skeptisch sind in Bezug auf den praktischen Nutzen der Markowitz-Optimierung und wissen, dass Diversifikation nicht immer hilft, wie viele Anleger in der Finanzkrise 2008 leidvoll feststellen mussten). Die ersten Portfolios, die wir entwickelt haben, sind sehr diversifiziert. Mit Immobilienaktien, Infrastrukturaktien und teilweise Private Equity-, Agrar- und Farmlandaktien enthalten sie Anlagesegmente, die in traditionellen Portfolios oft nicht oder nur sehr wenig vertreten sind. Wir bieten auch konzentriertere Portfolios an, die aber auch zur weiteren Diversifikation bestehender Portfolios dienen können. Auch unsere schon in sich diversifizierten Portfolios können zur weiteren Diversifikation bestehender Anlagen genutzt werden, zum Beispiel durch eine Diversifikation über Investmentphilosophien. Außerdem beschäftigt sich Dirk Söhnholz schon seit seiner Diplomarbeit in 1986 mit dem Thema Diversifikation. Da passte es gut, dass wir keine andere Firma gefunden haben, die sich Diversifikator nennt.

5.9.21. Bietet Diversifikator Investment-Research an?

Nein. Wenn wir unsere Regeln auf das ETF-Universum anwenden, resultiert daraus eine ETF-Liste. Die Regeln sollen den sogenannten Fit mit der angestrebten Asset Allokation und eine bestimmte Mindestqualität der verwendeten ETFs sicherstellen. Damit treffen wir aber keinerlei detaillierten Aussagen über die Güte der zugrunde liegenden einzelnen ETFs. Damit ist auch keine Empfehlung verbunden, bestimmte ETFs aufgrund ihrer Qualität zu einem bestimmten Zeitpunkt zu kaufen oder zu verkaufen. Wenn wir Umschichtungen im Musterportfolio vornehmen, beruhen diese vor allem darauf, dass die jeweiligen ETFs unseren Regeln entsprechen oder nicht mehr entsprechen. Wer Research zu den ETFs haben möchte, kann das z.B. bei www.morningstar.de finden.

5.9.22. Wie verbindlich sind die Diversifikator „Empfehlungen“ für Interessenten an den Musterportfolios?

Unsere Empfehlungen beziehen sich nur auf die Musterportfolios, nicht auf die realen Portfolios der Anleger, die wir gar nicht kennen. Die Empfehlungen erfolgen, weil wir der Ansicht sind, dass zum Beispiel mit einem ETF-Austausch das Musterportfolio besser aufgestellt ist. Unsere Empfehlungen sind daher völlig unverbindlich für den einzelnen Anleger. Der Anleger oder sein Berater können selbst entscheiden, ob und welchen unserer Ideen sie folgen oder nicht. So können individuelle Handelskosten entscheidend sein. Wenn ein von uns im Musterportfolio vorgenommener ETF Austausch aus Sicht des Beraters oder Anlegers nur marginale

Verbesserungen bringt, aber zu nennenswerten Handelskosten führen würde, sollte der Anleger von einer Umsetzung Abstand nehmen oder diese zu einem späteren Zeitpunkt umsetzen, zum Beispiel, wenn er sein Portfolio aufstockt oder umstellt.

5.9.23. Kann man die Tätigkeit von Diversifikator als Portfoliomanagement oder Vermögensverwaltung bezeichnen?

Aufsichtsrechtlich treffen diese Begriffe nicht auf uns zu. Insbesondere erteilen wir keine Wertpapier-Order. Wenn ein Kunde die Musterportfolios selbst umsetzen möchte, erteilt er die Order selbst. Wenn der Verwalter für den Kunden agiert, erteilt der Verwalter die Order. Die ausführende Stelle muss dann die üblichen Prüfungen durchführen (z.B. in Bezug auf Geeignetheit, Geldwäsche etc.) und das laufende Reporting sicherstellen. Wir sehen uns als (Online) Portfolio Strategen. Unsere Musterportfolios sind nicht handelsaktiv, einige von ihnen sind jedoch Multi-Asset oder umgangssprachlich „vermögensverwaltende" ETF-Portfolios bzw. technisch, nach der Umsetzung durch den Anleger oder seinen Berater, ETF-Vermögensverwaltungen.

5.9.24. Wieso wird Diversifikator nicht reguliert?

Als Anbieter von Musterportfolios sind wir nicht regulierungspflichtig. Regulierungspflichtig wird man zum Beispiel, wenn man Einlagen annimmt, Anlegergelder verwaltet, Finanzanalysen verkauft oder Anleger individuell und konkret im Hinblick auf Investments berät. Unsere Nicht-Regulierung hat aber keine Nachteile für Anleger, weil die Musterportfolios bei in Deutschland zugelassenen Banken umgesetzt werden sollten. Das Geld der Anleger sollte auch von in Deutschland zugelassenen Verwaltern (z.B. Banken) verwaltet werden oder Anleger sollten von regulierten Beratern beraten werden.

5.9.25. Welches sind die Hintergründe von Diversifikator und wie lautet der Unternehmensgegenstand?

Diversifikator GmbH wurde Ende Januar 2016 gegründet und Anfang März ins Handelsregister eingetragen. Die systematisch-prognosefreie Investmentphilosophie, auf der Diversifikator aufbaut, wurde von Dirk Söhnholz seit dem Jahr 2000, und verstärkt nach der Finanzkrise 2008, entwickelt. Unternehmensgegenstand von Diversifikator ist vor allem die Entwicklung und Vermarktung von standardisierten regelbasierten Modell- bzw. Musterportfolios. Diese werden online und möglichst transparent, das heißt ausführlich dokumentiert, für Berater und ihre Kunden zur Verfügung gestellt.

Wir bezeichnen uns auch als Online Portfolio Strategen. Wir beraten keine Privatkunden, nehmen keine Einlagen an und machen auch keine Finanzanalysen im regulatorischen Sinn. Die Nutzung unserer Modellportfolios für Anlagezwecke ist kostenpflichtig. Sie dürfen jedoch kostenfrei z.B. für Publikationen genutzt werden, sofern ein deutlicher Hinweis auf die Diversifikator GmbH und die Kostenpflicht der investmentbezogenen Nutzung der Portfolios erfolgt. Für die Nutzung der Musterportfolios fallen typischerweise 1% p.a. plus Umsatzsteuer an. Davon entfallen 0,25% bis 0,35% p.a. auf Diversifikator GmbH und der Rest auf den jeweiligen Berater. Anleger, die keine Berater nutzen, zahlen ebenfalls 1% p.a..

Hinweis: Wir setzen keine Mindestanlagesummen oder Mindestsparraten voraus, aber Anleger sollten die Handelskosten beachten, die für den ETF-Kauf und Verkauf zusätzlich anfallen (je nach Depotbank unterschiedlich) und die bei kleinen Anlagesummen überproportional hoch sein können.

5.9.26. Wie sieht Diversifikator die Zukunft von Online-Vermögensberatung und -Verwaltung?

Wir sind sehr zuversichtlich, dass Online-Vermögensberatung und –Verwaltung (Robo-Advice) stark zunehmen wird. Online-Informationen und Online-Beratung sind vor allem für Kunden wichtig, die finanziell nicht attraktiv genug sind, um klassische professionelle Beratung zu bekommen. Diese Kunden sind dazu gezwungen, sich selbst zu beraten und sind daher sogar auf das Internet angewiesen. In Großbritannien wurde das von der Finanzaufsicht erkannt und soll gefördert werden. Außerdem wird der von uns verfolgte hybride Ansatz wichtiger. Hybrid bedeutet eine Kombination von Online und Offline-Beratung. Dazu wurde im März 2016 eine Stellungnahme der US Finanzaufsicht veröffentlicht (Report on Digital Investment Advice der Financial Industry Regulation Authority (FINRA), März 2016). Je besser sich Anleger online informieren können, desto besser sollte das für die Kapitalanlage sein und desto bessere Beratungen sollten erfolgen können. Die US Finanzaufsicht weist in Ihrer Analyse unter anderem darauf hin, dass bisher Online Tools zu manchmal stark unterschiedlichen Portfolio-Allokationen kommen. Das ist nicht erstaunlich, wenn man sich unsere Markowitz-(Pseudo)Optimierungstools ansieht. Die FINRA weist auch darauf hin, dass die Online-Modelle bzw. Tools transparent sein sollten, was nicht immer der Fall zu sein scheint. Sie sollten auch nicht mit zu stark vereinfachten Annahmen arbeiten und es ermöglichen, bestimmte „Schocks“ zu beurteilen. Bei letzterem sollen die Tools helfen, auf die wir hinweisen (z.B. www.portfoliovisualizer.com) aber auch unsere Faktoranalysen. Wir bemühen uns darum, sinnvolle Anregungen der US Aufsicht schon jetzt zu berücksichtigen.

Wir gehen davon aus, dass die Unterstützung von Beratern mit Diversifikator-Services dazu geeignet ist, eine von der Regulierung für Provisionseinbehalte geforderte Qualitätsverbesserung von Beratung zu erreichen (Stichwort MiFID II).

5.10. Kosten

5.10.1. Warum scheint Diversifikator etwas teurer zu sein als einige sogenannte Robo-Berater (Online-„Berater“)?

Wenn man alle Kostenelemente betrachtet, sind wir unseres Wissens kaum teurer als andere, insbesondere nicht für sogenannte defensive Portfolios. Hinzu kommt, dass wir empfehlen, Berater zu nutzen. Anders als bei einem sogenannten Robo-Advisor (= algorithmusbasierte online Vermögensanlage) beinhalten die Gebühren von 1% p.a. typischerweise auch die Kosten für individuelle und persönliche Beratungen und die Verwaltung der Portfolios (Anmerkung: Die Kosten für die Beratung und Verwaltung von Portfolios werden von den jeweiligen Berater/Verwaltern festgelegt). Außerdem fallen die Gebühren nur für den Renditeteil der Portfolios an und nicht für den „Cash“-Teil. Defensive Portfolios mit 50% Cashanteil kosten daher nur 0,5% p.a. (Anmerkung: Auch auf Cash aus Ausschüttungen bzw. Umschichtungen in „Cash“ bei Trendphasenportfolios wird von Diversifikator keine Gebühr erhoben).

Berater werden durch den Anleger direkt bezahlt und geben uns den auf Diversifikator entfallenden Teil der Gebühr von 0,25% bis 0,35% p.a. weiter. Unsere Gebühr liegt damit unter der typischen Robo-Advisor Gebühr und die Gesamtgebühren zum großen Teil erheblich unter der Gebühr von klassischen Fonds oder Vermögensverwaltungen. Wenn Anleger keine Berater nutzen wollen oder keinen passenden Berater finden, können sie unsere Services – dann aber ohne Beratung - zum gleichen Preis von 1% p.a. nutzen. Wir haben das so festgelegt, um die aus unserer Sicht sinnvolle Nutzung von Beratern zu fördern.

Persönliche Situationen unterscheiden sich vielfältig voneinander und Finanzanlagen sind sehr komplex. Selbst sehr vermögende Anleger nutzen oft Beratung und sei es nur, um geplante Anlagen vor der Umsetzung noch einmal prüfen zu lassen. Unser Geschäftsmodell hat Nachteile in Bezug auf Anleger, die (noch) „zu klein“ für Anlageberater sind. Geringere Gebühren für kleine Anlagebeträge können wir jedoch aus administrativen Gründen nicht umsetzen. So gibt es keine anerkannte Mindestgrenze, oberhalb derer Berater gerne aktiv werden, denn viele „kleine“ (junge) Kunden von heute sind morgen attraktive Kunden. Außerdem wollen wir vermeiden, Kundendaten zu sammeln oder Kundenangaben zu prüfen, z.B. Behauptungen, dass Anleger keine Berater finden.

Wir bemühen uns aber darum, Berater zu finden, die auch „kleine“ Kunden beraten. „Kleine“ Kunden können sich bei Fragen grundsätzlich auch an einige Verbraucherzentralen wenden, die – gegen ein etwas geringeres Honorar als typische Honorarberater – ebenfalls Beratung anbieten. Und wir versuchen diesen Nachteil zumindest teilweise dadurch zu kompensieren, indem wir möglichst viele Informationen auf unserer Internetseite offenlegen, eigene Tools zur Verfügung stellen und auf fremde Tools hinweisen (Als Tools bezeichnen wir Hilfsmittel, meist kleine Programme, die bei der Analyse und Anlageplanung unterstützen können). Wir hoffen auch, dass

es zu Kommunikation von Interessenten untereinander über unsere Services kommt. Wir selbst dürfen aus Lizenzgründen keine Anlageberatung für Privatkunden leisten.

5.10.2. Wie werden die Services von Diversifikator bezahlt?

Üblicherweise erfolgt die Bezahlung von Diversifikator über einen Berater, Verwalter bzw. über die Organisation (Bank, Versicherung, Vermögensverwalter etc.), welcher der Berater angehört. Wir empfehlen ausdrücklich die Nutzung von Beratern/Verwaltern.

Die Gebühren für die Nutzung von Musterportfolios durch Anlageberater und Vermögensverwalter, die die Musterportfolios für Investmentzwecke bei ihren Kunden verwenden, betragen grundsätzlich 0,25% p.a. plus Umsatzsteuer von aktuell 19%, des in vollständiger oder überwiegender Nachbildung des jeweiligen Musterportfolios angelegten Kapitals.

Anlageberater bzw. Vermögensverwalter können ihre Gebühren gegenüber Anlegern grundsätzlich frei festlegen. Die Berater bzw. Verwalter zahlen einen Teil dieser Gebühren normalerweise direkt an Diversifikator und behalten einen Anteil für ihre Services ein.

Falls Anleger für die Beratung zu bzw. die Verwaltung der Diversifikator-Portfolios Anlageberater bzw. Vermögensverwalter nutzen, die keinen Vertrag mit Diversifikator haben und daher keine Gebühren an Diversifikator zahlen, sind die Anleger verpflichtet, Diversifikator für die Nutzung der Portfolios direkt zu bezahlen. Das trifft zum Beispiel für die Beratung durch Verbraucherzentralen zu bzw. durch Berater, die keine anlagevolumensabhängigen Gebühren erheben können bzw. wollen (in der Regel sogenannte Honorarberater).

Beratungshonorare bzw. Vermögensverwaltungsgebühren, die in Zusammenhang mit der Beratung zu Diversifikator Portfolios an solche Berater bzw. Verwalter ohne Vertrag mit Diversifikator gezahlt werden, können teilweise von der Nutzungsgebühr abgezogen werden. In jedem Fall sind aber weiterhin mindestens 0,25% p.a. plus Umsatzsteuer von aktuell 19%, also 0,2975% p.a. des in vollständiger oder überwiegender Nachbildung des jeweiligen Musterportfolios angelegten Kapitals an Diversifikator zu zahlen.

Die Gebühren für Diversifikator werden auf Basis der nach den Musterportfolios angelegten Mittel berechnet. Je nach Beratungsorganisation oder Depotbank kann die Anlagebasis unterschiedlich gerechnet werden (Üblich sind tagesbezogene Berechnungen durch Depotbanken und automatische Gebührenberechnung durch Depotbanken, die jedoch typischerweise nur bei einer Beraternutzung erfolgt). Wenn man von den im Monat durchschnittlich angelegten Mittel ausgeht und nur Monatsanfang und Monatsendwert zur Berechnung nutzt, ergibt sich die folgende Berechnung:

(Monatsanfangswert + Monatsendwert)/2

Um das umzusetzen, müsste der Anleger diese Berechnung jeden Monat durchführen und die Gebühren könnten jeden Monat voneinander abweichen, so dass kein Dauerauftrag eingerichtet werden könnte. Um Anlegern die Arbeit zu erleichtern und die Möglichkeit für einen Dauerauftrag

zu schaffen, kann die Bezahlung der Services von Diversifikator daher wie folgt vereinfacht werden:

- Bei einem sogenannten Einmalbetrag werden 1,19% * Einmalbetrag/12 pro Monat am Ende des jeweiligen Monats fällig (Zu den 1% Gebühren p.a. kommen bei direkten sogenannten Fonds- bzw. ETF-Vermögensverwaltungen - anders als bei steuerprivilegierten Fonds- bzw. Versicherungspolicen – 19% Umsatzsteuer hinzu). Dabei werden nur ganze Monate berechnet. Bei einer Anlage von EUR 12.000 ist die monatliche Basis danach EUR 1.000 und es werden zu Monatsende EUR 11,90 als Gebühr für die Nutzung des Musterportfolios fällig.
- Bei Sparraten ist die Berechnung etwas schwieriger nachzuvollziehen. Bei EUR 100 Sparrate ergeben sich Gebühren von EUR 0,595 (abgerundet 59 Cent pro Monat. (Wir gehen davon aus, dass Anleger über ein Konto verfügen, das kostenlose Überweisungen erlaubt. Für Dauerauftragseinrichtungen und Änderungen fallen allerdings Gebühren an, die vom Anleger zu berücksichtigen sind) pro Monat im Jahr 1 der Anlage (das entspricht knapp 1,19% auf die Hälfte der im Jahr angesparten EUR 1.200). Da nach einem Jahr eine Anlagebasis von EUR 1.200 besteht und jeweils wieder EUR 100 pro Monat dazukommen, beträgt im Jahr 2 der Anlage die Gebühr pro Monat 3 * EUR 0,595, also EUR 1,785 pro Monat; im Jahr 3 beträgt sie 5 * EUR 0,595 pro Monat etc..

Bitte beachten Sie unsere News, besonders wenn Sie keine Berater nutzen. In den News teilen wir mit, wann wir welche Musterportfolioänderungen empfehlen. Wir arbeiten auch an der Entwicklung von Risikosteuerungssignalen, die Anleger künftig nutzen können, um ihre Allokationen zu steuern. Diese werden wir ebenfalls über die News kommunizieren.

Für unsere Bezahlung benötigen wir keine Daten von Musterportfolio-Nutzern, es sei denn, diese möchten eine Rechnung über den an uns gezahlten Betrag haben. In diesem Fall benötigen wir die üblichen Details (siehe AGB):

Wann welcher Betrag von welchem Konto (IBAN Angabe nötig) gezahlt wurde, wer der Zahler und damit der Rechnungsempfänger ist (mit vollständigem Namen), und die genaue Anschrift für die Rechnung. Diese Daten werden wir im Rahmen der gesetzlichen Pflichten speichern.

5.10.3. Muss nur bei exakter Umsetzung der Musterportfolios bezahlt werden?

Wir verfolgen ein Vertrauensprinzip. Wer unseren Musterportfolios folgt, muss für die Nutzung auch bezahlen. Auch wer unseren Musterportfolios zwar nicht genau, aber überwiegend folgt, muss uns ebenfalls bezahlen. Überwiegend verstehen wir als mehr als 50% deckungsgleiche Positionen (ISINs). Wir vertrauen darauf, dass die Berater bzw. Anleger, die unseren Musterportfolios folgen, fair angeben, inwieweit sie unseren Portfolios folgen und uns entsprechend honorieren.

5.10.4. Was für Kosten fallen für Honorarberater, Single Family Offices bzw. institutionelle Anleger wie Stiftungen an?

Honorarberater, die Stundenhonorare von ihren Kunden erhalten oder Service-pauschalen berechnen, zahlen netto 0,25% p.a. basierend auf ihren Assets under Advice in den Diversifikator Portfolios, also ohne Berücksichtigung von „Cash". Single Family Offices und institutionelle Anleger zahlen ebenfalls netto 0,25% p.a. pro Jahr. Wenn gewünscht wird, dass die Services von Diversifikator unter einem Haftungsdach erbracht werden, erhöht sich diese Gebühr. Für Cash-Bestandteile fallen keine Gebühren an.

5.10.5. Warum hat sich Diversifikator für ein Servicegebührenmodell entschieden?

Wir wollen, dass unsere Leistungen vom Kunden bezahlt werden und nicht durch Provisionen von Anbietern. Dadurch sind wir bei der Produktselektion unabhängig von Provisionshöhen und nutzen besonders gerne günstige provisionsfreie ETFs. Die Bezahlung durch Kunden soll als anlagevolumensabhängige Servicegebühr erfolgen. Das sind bei uns die empfohlenen 1% pro Jahr (typischerweise inklusive Beratung/Verwaltung) auf das Anlagevolumen. Diese Form der Vergütung ist heute bei der Verwaltung von privaten und institutionellen Anlagevermögen auch in Deutschland üblich.

Honorarberatung im klassischen Sinn mit dem Bezahlen über Stundensätze kommt für Diversifikator nicht in Frage, da Diversifikator keine Beratung und damit auch keine Beratungsstunden verkauft. Außerdem ist diese Art der Bezahlung für Kleinanleger nicht attraktiv, weil sich nur wenige Beratungsstunden schnell zu relativ hohen Kosten in Bezug auf die Anlagebeträge führen können. Ähnliches gilt für Fixgebühren und Abonnement-Modelle: 20 Euro Kosten pro Monat ergeben 240 Euro im Jahr und das sind bei Euro 10.000 Anlage 2,4% p.a., also ziemlich viel. Für sehr große Anleger bieten wir allerdings auch maßgeschneiderte Gebührenmodelle an. Und Berater, die unsere Services nutzen, sind natürlich völlig frei in ihrer eigenen Preisgestaltung.

5.10.6. Warum verlangt Diversifikator volumenbasierte und keine erfolgsorientierten Gebühren?

Wir verlangen auch keine sogenannten performanceabhängigen Gebühren. Erfolgsorientierte Gebühren werden nur dann gezahlt, wenn Erfolge eintreten. Das hört sich zunächst gut an. Besonders schwierig ist es, eine gute Bezugsbasis für solche Gebühren zu finden. Indizes taugen dafür nicht für uns, weil wir mit den ETF-Portfolios Indizes nicht outperformen können bzw. auch

gar nicht wollen, weil wir dann möglicherweise zu hohe Risiken in den Portfolios eingehen müssten. Und erfolgsabhängige Gebühren über 0%, 2%, 4% o.ä. pro Jahr führt in guten Marktjahren zu sehr hohen Gebühren und in schlechten zu sehr niedrigen, honoriert also unsere Leistung nicht adäquat.

Auch stundenbasierte Gebühren haben Nachteile. So kann man schlecht nachvollziehen, ob die berechnete Stundenzahl fair ist. Außerdem nutzen Anbieter ungern stundenorientierte Gebühren, weil sie dann nur durch die Anzahl ihrer Mitarbeiter nach oben begrenzte Einnahmemöglichkeiten haben. Nach unten haben sie dagegen ein Risiko; wenn sie nicht genug Stunden verkaufen können. Viele professionelle Anleger sind daher keine Anhänger von erfolgsorientierten bzw. stundenbasierten Gebühren, sondern zahlen lieber laufende Gebühren, die von den verwalteten bzw. beratenen Anlagevolumina abhängen.

5.10.7. Bei den günstigen Gebühren, die Diversifikator verlangt, müssen relativ viele Kunden gewonnen werden, um profitabel zu werden. Wie soll das gelingen?

Wir sind sehr effizient aufgestellt und planen keine teuren Werbekampagnen. Wir sind außerdem sehr gut finanziert, so dass wir sehr lange auch ohne, bzw. mit geringen Gewinnen und ohne fremde Kapitalgeber durchhalten können. Man sollte aber nicht erwarten, dass wir schnell ein großes, bzw. teures Team aufbauen. Selbst wenn wir unerwartet den Geschäftsbetrieb einstellen sollten, sind die von uns zusammengestellten Portfolios sicher, denn sie sind in separaten und stark regulierten Fonds bei regulierten Banken angelegt. Außerdem sind alle von uns entwickelten Portfolios grundsätzlich sehr liquide und können daher kurzfristig verkauft werden.

Ohne Werbung müssen wir vor allem auf Empfehlungen setzen. Wir können uns auch gut vorstellen, dass demnächst eine Bank oder eine Versicherung unsere Portfolios anbietet, schließlich haben wir viele Vorteile gegenüber klassischen Angeboten. Wir hoffen, dass auch Medien sich für uns interessieren und über uns berichten. Wir werden uns nach besten Kräften bemühen, besonders gute Kapitalanlagen zu besonders günstigen Konditionen anbieten zu können, so dass sich Kunden zusätzlich gute Beratung leisten können.

5.11. Investmentphilosophie

5.11.1. Wieso ist Investmentphilosophie wichtig und welche Philosophie verfolgt Diversifikator?

Wenn man verstehen möchte, wie ein Portfolio in der Zukunft performen könnte, sollte man die Investmentphilosophie des Portfoliomanagers kennen. Der typische Portfoliomanager arbeitet ohne feste Regeln, an die er sich immer halten muss, und er nutzt fremde oder eigene Prognosen, um sein Portfolio zu steuern (diese Philosophie bezeichnen wir als diskretionär). Quantitative

Portfolios dagegen werden zu einem ganz überwiegenden Teil regelbasiert gesteuert und nutzen fast immer Prognosen und Optimierungsmodelle, um zu Anlageentscheidungen zu kommen. Diversifikator verfolgt eine dritte, vollkommen regelbasierte aber komplett prognose- und optimierungsfreie Anlagephilosophie. Die einfachste Ausprägung solcher Strategien sind naive bzw. Gleichgewichtungen und starre Allokationen. Dirk Söhnholz, der Gründer, Anteilseigner und Geschäftsführer von Diversifikator, nutzt diese Anlagephilosophie seit 2000 und hat Einiges dazu veröffentlicht (s. Publikationsliste auf www.prof-soehnholz.com).

Untersuchungen zeigen, dass diskretionäre und quantitative Portfolios sich systematisch unterschiedlich verhalten können. Eine Diversifikation über Investmentphilosophien kann daher sinnvoll sein. Es gibt nur wenige traditionelle Anbieter von systematisch-prognosefreien Portfolios. Zum Erfolg solcher Strategien insgesamt sind uns keine Untersuchungen bekannt. Die eigenen Erfahrungen sind jedoch sehr positiv.

5.11.2. Wieso bezeichnet Diversifikator manche seiner Portfolios als „most diversified“?

Die Bezeichnung ist konzeptionell und nicht mathematisch zu verstehen. So sollte „most diversified“ auch nicht mit „maximum diversification“ oder „maximum deconcentration“ Ansätzen verwechselt werden.

Von „most diversified“ sprechen wir in Zusammenhang mit ETF-Portfolios, weil wir, anders als fast alle anderen uns bekannten Anbieter, grundsätzlich alle Anlagesegmente für unsere Portfolios berücksichtigen. Während Immobilienaktien–ETFs auch vereinzelt in anderen ETF-Portfolios zu finden sind, sind viele andere von uns genutzten alternativen ETF Segmente bei anderen Anbietern typischerweise nicht vertreten.

5.11.3. Warum bezeichnet Diversifikator seine Ansätze als robust, obwohl die Portfolios von Diversifikator nicht immer robust gegenüber Marktveränderungen sind?

Wir entwickeln Portfolios, die auf robusten Regeln basieren und nur eine begrenzte Zahl von gut dokumentierten „Inputs“ nutzen. Die Regeln werden nur selten und dann auch nur in geringem Umfang geändert. Damit sind die resultierenden Portfolios robust gegenüber Meinungsänderungen (wie sie bei diskretionär gemanagten Portfolios vorkommen können) und robust gegenüber Modell- und Modellinputänderungen (z.B. Prognoseänderungen, wie sie bei quantitativen Managern häufig vorkommen). Wie stark Portfolios auf einzelne Input(Prognose)änderungen reagieren können, kann man unter „Optimierer“ sehen.

Die Regeln, mit denen wir zu Portfolios kommen, sind abhängig von Annahmen. Deshalb nennen wir sie nicht vollkommen sondern „most passive“. Annahmefreies Investieren ist nicht möglich. Nachdem die Regeln festgelegt sind, sind unsere Portfolios weitgehend passiv. Wir ändern unsere Portfolioregeln normalerweise nicht, wenn es zu Marktveränderungen kommt. Daher nennen wir unsere Portfolios robust. Das heißt nicht, dass unsere Portfolios robust gegenüber allen Marktveränderungen sind. Wenn Aktienmärkte stark fallen, werden unsere Aktienmarktallokationen ebenfalls an Wert verlieren. Wenn die Weltkapitalmärkte aber massiv zum Beispiel von Anleihen in Aktien umgeschichtet werden, sollten Aktien an Wert gewinnen und Anleihen tendenziell an Wert verlieren. Das sollte sich auch in unseren Weltmarktportfolios widerspiegeln, so dass sie auch in diesem Fall relativ robust sein sollten. Man darf aber nicht erwarten, dass unsere Portfolios in allen Marktphasen bzw. Situationen stabil sind.

5.11.4. Was macht Diversifikator anders als ETF-Dachfonds?

Dirk Söhnholz ist seit 1999 im Finanzbereich aktiv und war schon sehr früh skeptisch in Bezug auf etliche klassische Geldanlagemodelle. So waren schon die ersten Private Equity Dachfonds der Feri, die er konzipiert hat, mit jeweils 50% Venture und 50% Buyout, sowie 50% Europa und 50% USA eher naiv allokiert, was sich im Nachhinein gut bewährt hat. In dem Buch, welches Dirk Söhnholz 2010 mit Kollegen veröffentlich hat, wurde bereits intensiv auf das Konzept der systematisch prognosefreien bzw. sogenannten „naiven“ Asset Allokation eingegangen.

Im Unterschied zu klassischen ETF-Dachfonds-Anbietern stehen bei uns standardisierte ETF-Portfolios im Vordergrund. Dabei konzentrieren wir uns auf die strategische Allokation und das Rebalancing aber setzen in den Basisportfolios nicht auf aktives Timing bzw. auf taktische Aspekte. Außerdem sind wir sehr günstig. Wenn Sie Datenbanken wie die von Morningstar nach ETF-Dachfonds durchsuchen und diese nach laufenden Kosten sortieren, können Sie das einfach nachprüfen. Wir wissen, wie schwer es ist, die sogenannten Märkte oder besser passive Benchmarks zu schlagen. Günstige Kosten sind die wohl wichtigste Voraussetzung, um das schaffen zu können.

5.12. ESG – verantwortungsvolles Investieren

5.12.1. Welche Rolle spielt verantwortungsvolles Investieren für Diversifikator?

Als Unternehmen versuchen wir, in möglichst vielen ESG-Punkten gut zu sein[220]. Außerdem ist ESG der Schwerpunkt unserer Portfolioentwicklung. So sind aktuell 8 der 16 Portfolios konsequent auf ESG ausgerichtet. Bisher gibt es nur sehr wenige so konsequent wie unsere nach den drei wichtigen Kategorien Governance/Unternehmensführung, Sozial und Umwelt (Environment) ausgerichteten öffentlich angebotenen Portfolios in Deutschland.

5.12.2. Warum ist ESG bzw. SRI wichtig, was ist zu beachten und wie geht Diversifikator vor?

Viele, auch eigene (s. „Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios", Absolut Report Nr. 6/2014) Untersuchungen haben gezeigt, dass die Beachtung von ESG (Environment, Social, Governance) bzw. SRI (Socially Responsible Investment) Kriterien weder zu niedrigeren Renditen noch zu höheren Risiken führt, zumindest in Bezug auf Aktienanlagen. Für Multi-Asset Portfolios gibt es jedoch Diversifikationsbeschränkungen, wenn man z.B. weltweit in Immobilienaktien, Infrastrukturaktien oder besonders auch Rohstoff- und Agraraktien anlegen möchte, denn für diese Segmente gibt es nur wenige Fonds und keine ETFs, die konsequent ESG bzw. SRI Kriterien berücksichtigen. Wenn man dann noch einheitliche ESG/SRI für alle Portfoliobestandteile verlangt, können aktuell nur Aktien und Unternehmensanleihen in ESG-ETF Portfolios aufgenommen werden. Daher sind unsere Multi-Asset Portfolios nicht ESG konform während Aktienportfolios (ohne „alternative" Aktien) von Diversifikator immer ESG konform sein sollen.

5.12.3. Was plant Diversifikator in Bezug auf ESG?

Wir sind ein großer Anhänger von Anlagen, die ökologischen, sozialen und Governance- („ESG" für die englischen Begriffe) Kriterien folgen. Inzwischen gibt es auch einige ETFs, die diesen Kriterien entsprechen. Allerdings sind solche Produkte, die steuereffizient sind und auf einem einheitlichen ESG-Regelwerk (die meisten in Deutschland angebotenen ETFs folgen ESG-Kriterien von MSCI) basieren, bisher nur für traditionelle Aktienanlagen und liquide Unternehmensanleihen verfügbar. Wir werden künftig weitere ESG-Portfolios testen und institutionellen Anlegern auch maßgeschneidert anbieten.

---

[220] Zum ESG Verständnis und Definitionen siehe Söhnholz/Frank 2018

5.12.4. Inzwischen gibt es Nachhaltigkeitsratings für traditionelle ETFs. Warum nutzt Diversifikator diese nicht?

Wir haben solche Ratings, die es z.B. von Morningstar gibt, detailliert analysiert. Bisher berücksichtigen wir sie noch nicht für die Portfoliozusammenstellung. Wir stellen zwar Portfolios aus expliziten ESG- bzw. verantwortungsvoll aufgesetzten ETFs zusammen. Diese folgen einheitlichen Regeln, in unserem Fall denen des Index-Anbieters MSCI. Eine Ergänzung dieses Portfolios um ETFs, die nicht diesen klaren Regeln folgen, würde das Anlagekonzept verwässern. In unseren traditionellen Portfolios verwenden wir meist auch sogenannte synthetische ETFs. Für solche ETFs gibt es keine ESG-Ratings. Eine Nutzung der ESG-Kriterien zur ETF Selektion macht daher für unsere Portfolios zurzeit wenig Sinn. Für künftige (maßgeschneiderte) Portfolios ohne synthetische ETFs schlagen wir vor, ESG als Selektionskriterium zu nutzen.

5.13. No- bzw. Small-Data

5.13.1. Diversifikator propagiert einen sogenannten No- bzw. Small-Data Ansatz. Welche Rolle spielt das Thema Kundendaten bzw. Datenschutz für Diversifikator?

In Bezug auf Datenschutz wagen wir ein Experiment. Nach klassischer betriebswirtschaftlicher Logik sollte ein Service- bzw. Produktanbieter möglichst viele Kundendaten sammeln, denn mit Data-Mining kann er angeblich mehr verkaufen, weil er die Kundenbedürfnisse damit besser identifizieren kann. Zusätzlich kann er Daten verkaufen und sein Unternehmenswert sollte steigen. Wir möchten versuchen, mit möglichst wenigen Kundendaten zu arbeiten, weil Finanzdaten besonders sensibel sind. Uns ist zudem Datenschutz sehr wichtig. Vollständiger Datenschutz ist bei der heutigen professionellen Cyberkriminalität aber extrem schwierig.

Außerdem werden Kundendaten oft als das wichtigste Kapital von Kundenberatern angesehen, denen wir keine Konkurrenz machen wollen, sondern die wir als unsere wichtigsten Partner ansehen. Wir vertrauen darauf, dass wir gegenüber Neukunden empfohlen werden, auch weil wir so wenige Kundendaten haben wollen. Mit den niedrigen Kosten für unsere Portfolios, den bewusst wenigen Kundendaten, die wir dauerhaft sammeln sowie der hohen Transparenz sollten wir auch bei Verbraucherschützern und Politikern auf Wohlwollen stoßen. Wer unseren Ansatz gut findet, der kann uns am besten unterstützen, indem er uns weiterempfiehlt.

5.13.2. Welche persönlichen Daten benötigt Diversifikator?

Für die Nutzung der Newsfunktion kann man auch eine E-Mail-Adresse verwenden, die nichts mit dem echten Namen zu tun hat. Die Überweisung unserer Gebühren kann ebenfalls anonym über Berater erfolgen. Wenn uns direkt Geld überweisen wird, sehen wir zwar die Kontoverbindung, aber wir nutzen diese Daten nur für administrative und nicht für Marketingzwecke. Persönliche Daten benötigen wir nur, wenn man Rechnungen von uns erhalten möchte.

5.14. Pseudo-Optimierer

5.14.1. Wie ist Diversifikator zu den Musterportfolios gekommen und wie kann man Portfolios (Pseudo-) optimieren?

Wir haben für unsere Portfolios zunächst Regeln entwickelt, nach denen wir selbst investieren würden. Dafür hat die vergangene Performance der genutzten Instrumente keine Rolle gespielt, wie man in unserem Regelwerksehen kann. Erst danach haben wir uns angesehen, wie die ETFs der Portfolios in ihrer Kombination in der Vergangenheit performt hätten. Da einige ETFs unserer Portfolios relativ neu sind, kamen wir mit dieser Analyse nicht weit. Daher haben wir ältere „Ersatz"-ETFs gesucht, die den von uns verwendeten möglichst ähnlich sind, oder auch nur die zugrundeliegenden Indizes verwendet, um eine längere Vergangenheitsrendite zu simulieren. Insbesondere hat uns die Rendite unserer Musterportfolios im Krisenjahr 2008 interessiert. Die Renditen der so zusammengestellten Portfolios erschienen uns attraktiv und auch die Risiken erschienen uns tragbar. Daher haben wir nichts mehr an den Portfolios geändert. Wenn die Renditen oder Risiken sehr unattraktiv gewesen wären, hätten wir unsere Regeln hinterfragt und gegebenenfalls eine Modifikation der Regeln getestet, aber das war in diesem Fall nicht nötig.

Eine (Pseudo-)Optimierung hätte an diesem Punkt ansetzen können. So hat das ESG ETF-Portfolio nicht ganz so gute simulierte Vergangenheitswerte wie das Weltmarktportfolio. Mit einigen Veränderungen an der Allokation des ESG ETF-Portfolios würde es uns sicher gelingen, eine bessere Performancehistorie zu simulieren. Darauf haben wir aber bewusst verzichtet.

Anleger können mit öffentlich zur Verfügung stehenden Tools eigene (Pseudo-)Optimierungen durchführen (Siehe z.B. unter www.wima-auer-seitz.de oder www.portfoliovisualizer.com unter „Efficient Frontier"). Wir sagen „Pseudo", weil diese „Optimierungen" zwar mathematisch korrekt zu besseren theoretischen Vergangenheits- oder simulierten Ergebnissen führen können, aber dem Anleger aus unserer Sicht für die künftige Kapitalanlage nicht viel helfen und daher nicht optimal für Anleger sind. So kann man mit www.portfoliovisualizer.com eigene Allokationen für verschiedene Perioden testen und man kann dort oder unter www.portfoliocharts.com sehen, wie als besonders gut bekannte Allokationen performt hätten, wenn man sie mit ETFs nachgebildet hätte. Auf unserer Webseite kann man sogenannte Markowitz-Optimierungen mit eigenen Prognosen für Renditen, Risiken und Korrelationen von Anlageklassen vornehmen (siehe „Pseudo-

Optimierer"). Man wird feststellen, dass kleine Prognoseänderungen zu großen Veränderungen der sogenannten „optimalen" Portfolios führen.

Auf der Seite www.wima-auer-seitz.de stehen unter dem Punkt „Finanzanalyse" und dann „Excel-Tools" einige interessante Optimierungstools inklusive Daten zur Verfügung. So kann man mit der „Portfoliooptimierung bis zu 10 Wertpapiere" die Markowitz-Optimierung unserer Webseite noch weiter treiben (Korrelationen zwischen diversen Wertpapieren oder Anlagesegmenten kann man zum Beispiel auf der Seite www.portfoliovisualizer.com analysieren. Dort kann man auch Faktoranalysen machen, Simulationen durchführen und mehrere Timingmodelle testen). Wir fühlen uns mit unserem regelbasierten, transparenten und robusten Anlageprozess wesentlich wohler als mit Optimierungen.

Kann Diversifikator nicht rechnen und optimiert daher nicht? Wir optimieren nicht, weil wir uns ein wenig mit Mathematik auskennen. Modelloutput hängt vom Input ab („Garbage in, Garbage out"). Viele Modelle basieren auf Prognosen und die sind bekanntlich „schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen". Modelle sind auch von ihren Spezifikationen abhängig. Kleine Modelländerungen können bei gleichem Input zu großen Outputänderungen führen. Daher vermeiden wir Modell- und Inputabhängigkeiten, soweit wir können.

5.15. Rückrechnungen

5.15.1. Diversifikator-Portfolios und Indizes haben bisher erst einen kurzen echten Track Record. Ist das nicht ein großer Vermarktungs-Nachteil?

Grundsätzlich ja, aber neue ETFs ohne Track Record werden ja oft auch sehr gut verkauft. Unsere Portfolios und Indizes haben einige der Vorteile von ETFs: Kostengünstig und sehr transparent, auch in Bezug auf die Regeln. Außerdem werden unsere Portfolios und Indizes sehr selten und dann auch meist nur geringfügig geändert. Zusätzlich haben wir unsere Rückrechnungen online gestellt (siehe „Historische Zeitreihen der Diversifikator Portfolios" unter „Rückrechnungen") und Tools entwickelt bzw. verweisen auf fremde Tools, mit denen Berater und Anleger eigene Portfolioanalysen vornehmen können. Echter Track Record ist für unsere Portfolios daher nicht so wichtig wie für aktiv gemanagte Fonds. Außerdem zeigt sich bei Fonds mit gutem Track Record, dass diese künftig nicht unbedingt besser sind als Fonds mit nicht so gutem Track Record.

5.15.2. Warum nutzt Diversifikator nicht die „offizielle" KIID-Risikoklassifikation für seine Portfolios?

Die offizielle KIID-Risikokategorie wird auf Basis der Volatilitäten der letzten fünf Jahre bestimmt. Beim Weltmarktportfolio Basis wäre das die Kategorie „4“ in 2016. Die maximale rollierende 5-Jahres Risikoklassifikation inklusive des Krisenjahres 2008 hätte jedoch die Kategorie „5“ ergeben. Wir nutzen den (aufgerundeten) Mittelwert dieser beiden Werte für die Klassifikation unserer Portfolios.

5.15.3. Wie hat Diversifikator die Faktoranalyse aufgesetzt?

Man kann sehr viele Faktorabhängigkeiten untersuchen. In der Darstellung auf der Internetseite haben wir uns beschränkt. Ausgewählt wurden die US-Sektoren (als größter Anlagemarkt weltweit) mit der gemeinsam höchsten (Biotech und Gesundheit) und der niedrigsten (Energie) Wertentwicklung der Analyseperiode von 2008 bis 2015. Hinzu kommen die typischerweise als sicher geltenden Versorger und Banken. Die anderen Sektoren bringen kaum wesentliche Zusatzinformationen: Industrie- bzw. Konsumgüter sind in sich sehr heterogen und der Technologie-Sektor entwickelt sich ähnlich wie der „Growth“ AQR High – Low Devil Faktor. Um die Abhängigkeit vom Zinsumfeld darzustellen, sind europäische Staatsanleihen und die US-Zinsstrukturkurve aufgeführt. Immobilienabhängigkeit wird durch die Real Estate ETFs explizit gewünscht und ähnliches gilt für Materials (Energie/Rohstoffe).

5.15.4. Was hat es für Auswirkungen, dass Diversifikator für die Rückrechnungen einfache Benchmarks nutzen?

Einfache Benchmarks sind auch einfacher nachzuvollziehen. Wenn man bei den Benchmark-Portfolios die Anleihen so detailliert wie beim WMP-Basis abbilden würde (also statt ausschließlich europäischen Anleihen auch US- und Japanische, Unternehmensanleihen und TIPS nutzt), hätten die Anleihen der Benchmark eine höhere Rendite aber auch eine erheblich höhere Volatilität gehabt. Ein Großteil der Unterschiede erklärt sich aus der Währungsentwicklung USD gegen EUR. Andererseits wurde für die Aktien eine Benchmark in EUR genutzt. Diese hat im Vergleich zu einer detaillierten Aktienbenchmark von der Währungsentwicklung profitiert, so dass sich die beiden Effekte weitgehend ausgleichen.

5.16. Portfolio-Risiken

5.16.1. Welche möglichen Risiken gibt es außer Portfolio-Risiken?

Auf einer Veranstaltung am 28.6.2016 in Frankfurt hat die staatliche Aufsichtsbehörde „Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen" (BaFin FinTech Konferenz, Vortrag von Christoph Schlecht, S. 13) 9 Herausforderungen für Verbraucher aufgeführt. Im Folgenden erläutern wir kurz, wie Diversifikator mit den jeweiligen Punkten umgeht:

(1) Identität des Anbieters: Im Impressum finden sich alle rechtlich erforderlichen Angaben. Auf der Unterseite „Wer wir sind" gibt es weitere Hinweise und Details zum Gründer, Eigentümer und Geschäftsführer Prof. Dr. Dirk Söhnholz findet man unter www.prof-soehnholz.com.

(2) Beaufsichtigung des Anbieters: Diversifikator ist nicht beaufsichtigt, da Musterportfolioanbieter nicht reguliert werden müssen. Diversifikator empfiehlt Anlegern, die Musterportfolios mit Hilfe von Beratern bzw. Vermögensverwaltern bei deutschen Depotbanken umzusetzen. Diese wiederum müssen über entsprechende Zulassungen und eine Aufsicht verfügen.

(3) Geschäftsbedingungen: Die Geschäftsbedingungen sind unter dem Punkt AGB zu jeder Zeit frei zugänglich. Sie sind mit dem Ziel erstellt worden, besonders verbraucherfreundlich und transparent zu sein. Unseres Erachtens sind sie sehr verbraucherfreundlich. Jeder Anleger sollte sich aber die Mühe machen, das selbst zu prüfen.

(4) Datenschutz: Diversifikator befolgt einen sogenannten Small Data Ansatz. Ziel ist es, möglichst keine oder wenn nötig, dann möglichst wenige Daten von Anlegern abzufragen und zu speichern. Von Anlegern, die über Berater betreut werden und solchen, die direkt betreut werden aber keine Rechnung benötigen, werden überhaupt keine Daten benötigt. Damit ist unseres Erachtens dem Datenschutz am besten gedient.

(5) Umgang mit Beschwerden: Da Diversifikator nicht reguliert ist, ist die Firma auch keiner offiziellen Beschwerdestelle angeschlossen. Beschwerden können aber direkt an Diversifikator oder auch z.B. über Verbraucherzentralen erfolgen.

(6) Vollautomatische Prozesse: Diversifikator ist in erster Linie eine Plattform für Berater. Die wesentlichen Anlageprozessschritte Finanzplanung, Risikoeinschätzung, Portfoliowahl und Implementierung sind daher nicht alle voll automatisiert und auch nicht automatisch miteinander verknüpft. Das Ergebnis und meist auch die konkrete Herleitung der Ergebnisse jedes einzelnen der Prozessschritte kann individuell vom Interessenten überprüft werden. Berater sollen Anleger bei diesen Prozessschritten unterstützen bzw. kritisch begleiten. Die Risiken für Anleger durch Fehler in „unseren" nicht-vollautomatischen Prozessen sind unserer Ansicht nach daher für Anleger begrenzt.

(7) Technische Risiken: Da keine automatische Implementierung von Portfolios erfolgt, sind die technischen Risiken der Nutzung von Diversifikation begrenzt. Da sich zudem die Portfolios von Diversifikator nur selten ändern (jährliche Überprüfung bzw. Rebalanzierung), sind die Risiken durch falsche Portfoliozusammenstellung ebenfalls sehr gering.

(8) Kosten und Gebühren: Wir legen nicht nur unsere Gebührenempfehlungen an Berater offen, sondern machen unter dem Punkt „Kosten“ bzw. „Kostenvergleich“ alle uns bekannten Kosten für Anleger, die in Zusammenhang mit einer Anlage anfallen können, transparent. Wir halten unsere Kosten und Gebühren, insbesondere für defensive Portfolios und wenn externe Beratung in Anspruch genommen wird, für sehr günstig.

(9) Beurteilung der Seriosität des Anbieters: Wenn Anleger sich trotz der vielfältigen Informationen auf unserer Internetseite kein positives Urteil zu diesem Punkt zutrauen, sollten sie einen Berater ihres Vertrauens um eine Einschätzung bitten.

5.17. Weitere Informationsquellen

5.17.1. Wie würde eine Do-It-Yourself Anleitung für kritische Anleger, die möglichst viel selbst überprüfen wollen, lauten und welche Tool- und Datentipps für Berater hat Diversifikator?

Hinweis: Diversifikator empfiehlt, sich von Profis beraten zu lassen. Mit unserem Preismodell zahlen Sie etwa gleich viel, unabhängig davon, ob Sie einen Berater nutzen oder nicht.

Wenn Sie grundlegende Fragen zu Finanzen haben, können Sie sich z.B. die kostenlosen Schulungen unter Khan Academy ansehen.

Sie wissen, wie viel Geld Sie für welchen Anlagehorizont anlegen können bzw. sollten, z.B. weil Sie das Finanzwesir-Tool (Anleitung für eine selbst zu erstellende Excel-Lösung (Stichwort „Finanzcockpit“), den Lexware Finanzmanager, Finatra und/oder die Tools des Deutschen Instituts für Altersvorsorge genutzt haben (Dort findet man die folgenden hilfreichen Tools: Investmentrechner, Rentenlückenrechner, Berufsunfähigkeitsrechner und Lebenserwartungsrechner)?

Sie wissen, wie viel Risiko Sie tragen können, z.B. weil Sie die Analyse unter „Portfolioselektion“ und den Test von www.behavioral-finance.de gemacht haben und weil Sie sich die Grafiken aufwww.portfoliocharts.com (s. unter Portfolios und dann Darstellung „Real Return by Investing Period“ z.B. des Classic 60/40 Portfolios) angesehen haben und sich man z.B. mit www.portfoliovisualizer.de mit verschiedenen Allokationen vertraut gemacht haben? Die Chancen und Risiken von Aktienmärkten können Sie sogar ab 1871 mit den Zahlen von Shiller, French und Damodar, Credit Suisse und FED selbst analysieren.

Dann suchen Sie sich ein „Rendite“portfolio aus (siehe „Portfolioselektion“). Unter „Rückrechnungen“ finden Sie Kennzahlen zu unseren Portfolios. Unsere ersten Portfolios haben wir erst Ende 2015 fertig gestellt. Bei den Daten vor dem jeweiligen Portfoliostart um theoretische

Werte und nicht um real mit den Portfolios erzielte Werte. Weil zahlreiche von uns genutzte ETFs in 2008 noch nicht existierten, haben wir versucht, die Kennzahlen mit Hilfe von ähnlichen ETFs zu schätzen. Diese Kennzahlen sind z.B. beim ESG ETF-Portfolio vor allem deswegen schlechter als bei Nicht-ESG ETF-Portfolios, weil die Asset Allokation abweicht, denn es sind nur wenige Anleihe-ESG-ETFs verfügbar.),. Um Inflationsaspekte zu schätzen: Vergangene (US) Zinsen auf und Volatilität von „Cash" kann man z.B. bei www.portfoliovisualizer.com finden. Achtung: Vergangene Renditen und Risiken sind keine Gewähr für ähnliche künftige Renditen bzw. Risiken. Außerdem ist zu beachten, über welche anderen Vermögenswerte und Verpflichtungen der Ableger verfügt, um Klumpenrisiken zu vermeiden. Wenn sie die ETFs der gewählten Portfolios noch mal prüfen wollen können Sie Morningstar bzw. das Morningstar X-Ray nutzen.

Basierend auf Ihrer Risikotoleranz kombinieren Sie das gewählte Renditeportfolio mit mehr oder weniger Cash (zur „tragbaren" Volatilität s. „Portfolioselektion").

Lassen Sie sich möglichst spätestens jetzt von einem Profi beraten, ob diese gewählte Anlagekombination für Sie passt. Um einen Berater zu finden können Sie die bei uns aufgeführten Berater nutzen (siehe „Umsetzungswege"). Das hat den Vorteil, dass sich diese mit unseren Portfolios auskennen und auch schon Vergütungsvereinbarungen mit uns getroffen haben, mit denen die Berater zwar keine Provisionen von uns erhalten aber unsere Portfolios besonders günstig nutzen können, was den Umsetzungsprozess erheblich beschleunigen sollte. Sie können aber auch im Honoraranlageberaterregister nach Beratern suchen, die direkt von Ihnen bezahlt werden oder bei KennstDueinen unter den Stichworten Finanzberater, Anlageberater, Vermögensberater oder Vermögensverwalter (der auch die Implementierung übernimmt), nach Beratern/Verwaltern suchen. Außerdem sollten Sie berücksichtigen, wie ihre sonstige Geldanlage strukturiert ist. Möglicherweise sind Umschichtungen Ihres bisherigen Portfolios sinnvoll, um möglichst geringe sogenannten Klumpenrisiken im Portfolio zu haben (Von Klumpenrisiken spricht man, wenn man zu stark von einzelnen Märkten, wie dem DAX, einzelnen Aktien oder anderen Faktoren wie z.B. der eigengenutzten Immobilie abhängig ist).

Als nächstes erfolgt die Umsetzung des gewählten Portfolios mit Cash (Z.B. auf einem Tagesgeldkonto einer deutschen Bank, siehe z.B. Tagesgeld) und bei Ihrer Depotbank: Wenn das kostenlos möglich ist, eröffnen Sie am besten ein Unterdepot oder ein komplett neues Depot (siehe Handelsblatt-Vergleichstool), um ein individuelles Reporting über das Portfolio von Ihrer Depotbank zu erhalten und damit eine gute Überwachungsmöglichkeit zu haben. Zur Umsetzung schicken Sie Ihrer Bank ein „Download" des gewählten Portfolios (Nicht alle Depotbanken akzeptieren diese Vorgehensweise, teilweise müssen die Orders anders aufgegeben werden)..

Wenn Sie unsere Renditeportfolios nutzen: Verfolgen Sie die Änderungen, die wir vornehmen (z.B. indem Sie sich zu unseren News anmelden), und setzen Sie diese um, wenn sie von den Änderungen überzeugt sind.

5.17.2. Wie kann man eine Kontoaggregation umsetzen?

Einige Banken bieten an, verschiedene Konten bzw. Depots unterschiedlicher Anbieter zu aggregieren, um eine bessere Finanzübersicht zu bekommen.

5.17.3. Wieso sind wir skeptisch in Bezug auf klassische Kundenklassifikationen nach Alter, Risikoerwartung etc.?

Regulatorisch wird künftig vorgeschrieben, dass Berater die Geeignetheit von Produkten für Kunden einschätzen. Das ist aber nicht so einfach. So wird eine Einteilung in Privatkunden und professionelle Kunden nicht immer weiterhelfen. Viele Privatkunden sind finanziell sehr gut informiert und können und wollen hohe Risiken tragen. Viele professionelle Kunden können sich aufgrund vielfältiger anderer Aufgaben nur wenig mit Kapitalanlagen beschäftigen. Viele von ihnen müssen die Anlagen auch besonders vorsichtig tätigen, z.B. weil es ihre Regulatoren oder Aufsichtsgremien so vorsehen.

Außerdem sind viele der üblicherweise verwendeten Risikoklassifikationsindikatoren problematisch. So kann ein „alter" Investor sehr risikoreich anlegen, wenn er das Geld nicht direkt für seinen Lebensunterhalt braucht, sondern sowieso vererben möchte. Und ein junger Anleger kann sehr risikoarm anlegen wollen, weil er das Geld für kurzfristige Anschaffungen anspart. Hohes Vermögen, welches mit hohen Ausgaben einhergeht, spricht für eine eher risikoarme Geldanlage. Geringes Vermögen, das man auf längere Sicht anlegen möchte, kann auch sehr riskant angelegt werden. Manchmal werden Anleger auch direkt nach Risikotoleranzen gefragt. Diese sind jedoch schwer verlässlich zu schätzen. Viele Anleger scheinen schon überfordert zu sein, wenn sie angeben sollen, wie ihre Anlagen oder auch bestimmte Marktsegmente in der Vergangenheit abgeschnitten haben, sei es in Form von Rendite, Verlusten oder Volatilität. Wie sollen sie dann künftige Toleranzen verlässlich schätzen können? Renditeerwartungen vom Anleger abzufragen oder Risikotoleranzen und auf dieser Basis Portfolios zu empfehlen, halten wir daher für sehr gewagt. Denn wie es so schön heißt, Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen, und die „optimalen" empfohlenen Portfolios basieren oft auf zahlreichen Prognosen (dazu siehe auch das „Optimierungstool").

Wichtig ist allerdings, dass sich Anleger über ihr Anlage- bzw. Sparpotenzial im Klaren sind und dass sie eine realistische Ausgaben- bzw. Investitionsplanung haben. Dabei können Tools wie der Finanzmanager von Lexware oder die Tools von www.finatra.de oder www.dia-vorsorge.de helfen. Sehr wichtig ist der Zeithorizont, der Anlegern für die Anlage zur Verfügung steht. So kann man feststellen, dass typischerweise ausgewogen gemischte Portfolios von Aktien und Anleihen, die zudem breit diversifiziert wurden, in der Vergangenheit selten lange Verlustperioden aufgewiesen haben (siehe z.B. Portfolio Classic 60-40 auf www.portfoliocharts.com)

Aufgrund der Schwierigkeiten guter Selbsteinschätzungen von Risikotoleranzen, verweisen wir auf das wissenschaftlich gut fundierte Risikoeinschätzungstool auf www.behavioral-finance.de und auf die Übersichten zu vergangenen Renditen und Verlusten, die man unter „Portfolioselektion" bzw. auf www.portfoliocharts.com findet.

5.17.4. Warum bietet Diversifikator keine (Tools für) Analysen bestehender Anlageportfolios an?

Wir weisen nicht auf Tools hin, mit denen man solche Analysen durchführen kann, und wir bieten auch kein eigenes Tool an, denn das könnte zu Interessenkonflikten führen. Bei liquiden Anlagen in Wertpapierdepots würde wohl ganz überwiegend herauskommen, dass sie teurer sind als die von uns empfohlenen ETFs und dass die meisten auch weniger robust sind, weil sie oft weniger diversifiziert sind und auf Prognosen und Optimierungen beruhen (Diversifikation einzelner Instrumente und Robustheit werden unseres Wissens von keinem bestehenden Portfolio-Vergleichs-Tool bewertet). Das würde dazu führen, Verkaufsempfehlungen für fast alle bestehenden liquiden Anlagen in „fremden" Wertpapierportfolios abzugeben. Illiquide Anlagen kann man einerseits nicht sofort zu attraktiven Preisen verkaufen und andererseits sind sie sehr schwer zu bewerten, dafür gibt es unseres Wissens keine verlässlichen und außerdem frei zugänglichen und kostengünstigen Tools.

Aber wir raten zum Einschalten von Beratern und diese sollten die Bestandsportfolios von Anlegern analysieren. Weder wir noch typischerweise Berater (Berater setzen aber ihre eigenen Konditionen) verdienen dabei direkt an Umschichtungen in unsere Portfolios, weil bei uns keine einmaligen Gebühren wie Ausgabeaufschläge anfallen.

5.17.5. Was hat Geldanlage mit Gaming zu tun?

Geldanlage gilt als langweilig, damit beschäftigen sich die meisten Menschen kaum. Games können interessant sein. Wenn es gelingt, einen Teil der Freude, die viele Menschen mit Spielen haben, auf die Geldanlage zu übertragen, beschäftigen sich Menschen vielleicht lieber und länger mit dem wichtigen Thema Geldanlage. Wir haben ein paar Ideen zur Umsetzung, aber auf diesem Gebiet kann noch viel getan werden. So sollen die Tools/Applikationen die wir anbieten, neugierig machen und zum Ausprobieren anregen. Allerdings bietet sich Gaming wohl eher für kurzfristiges Handeln an. Das ist nicht unser Fokus. Unser Fokus ist die mittel- bis langfristige Geldanlage.

5.17.6. Wie können Kunden dabei mithelfen, besser beraten zu werden bzw. bessere Portfolios zu bekommen?

Je besser Kunden informiert sind, desto qualifiziertere Gespräche können sie mit ihren Beratern führen. Je besser Kunden auf ihre Gespräche mit Beratern vorbereitet sind, desto effizienter werden die Gespräche und die Kundenbetreuung. Wenn ein Kunde die Möglichkeit hat, sich gut auf ein Beratungsgespräch vorzubereiten, sollte er diese Möglichkeit im eigenen Interesse nutzen. Diversifikator verweist auf „Tools", die Kunden bei der Gesprächsvorbereitung helfen. Dazu gehört Finanzplanungssoftware wie der Lexware Finanzmanager oder die Tools auf www.finatra.de oder

www.dia-vorsorge.de, Risikoeinschätzungstools wie das unter „Portfolioselektion“ bzw. auf www.behavioral-finance.de, Simulationstools, wie sie auf der Seite www.porfoliovisualizer.com zu finden sind und auch die anderen Tools auf unserer eigenen Seite. Dazu gehört auch, dass sich der Anleger vorab mit verschiedenen Investmentmöglichkeiten beschäftigt hat. Wir verweisen dazu auf die umfangreichen Dokumentationen bzw. transparenten Regelwerke der Musterportfolios, die unter „weitere Informationsquellen“ einzusehen sind.

Wenn ein Kunde vom Anlagevolumen her „zu klein“ und daher finanziell unattraktiv für Berater ist, kann er versuchen, Ratschläge von Laien, d.h. anderen Investmentinteressenten, einzuholen.

6. 80% anders: Das Diversifikator A-Z

Aktiv: Die Annahmen, die zur Aufnahme von Anlageklassen, der Selektion von Basis-Indizes, ETFs und Rebalanzierungen etc. führen werden transparent gemacht, kommen aber nicht völlig passiv zustande.

Anders: Wir denken dialektisch. Einer These – meist dem klassischen Vorgehen – wird eine Antithese gegenübergestellt. Daraus erwächst hoffentlich eine überlegene Synthese. Diversifikator ist in vielen Punkten anders als andere traditionelle Asset-bzw. Portfoliomanager, aber auch als sogenannte Robo-Advisor.

Benchmarkunabhängig: Auch wenn wir überwiegend ETFs einsetzen: Wir entwickeln unsere Portfolios unabhängig von klassischen Benchmarks. Sinnvolle Multi-Asset Benchmarks gibt es ohnehin kaum.

Beratungsorientiert: Es gibt etliche Arten von Finanzprodukten. Diversifikator fokussiert auf Investmentfonds, d.h. regulierte und risikogestreute Kapitalanlagen. In Deutschland werden mehrere tausend Investmentfonds angeboten, darunter inzwischen über eintausend börsengelistete Fonds (ETFs Exchange Traded Fonds), die meist eng an Indizes angelegt sind und die typischerweise relativ kostengünstig sind. Aus diesen Fonds bzw. ETFs können sehr viele und sehr unterschiedliche Portfolios gebildet werden. Individuelle Anlegerinteressen können sich zudem stark unterscheiden, je nachdem in welcher Lebensphase man sich befindet bzw. über welche Einkommen und Vermögen man verfügt. Standardisierte Online-Beratung stößt so schnell an ihre Grenzen. Diversifikator sucht daher die Zusammenarbeit mit Beratern. Diesen Beratern sollen möglichst gute Portfoliolösungen für ihre Kunden angeboten werden.

Diversifiziert: Diversifikation gilt aber als der „einzige free Lunch“ der Kapitalanlage. Diversifikator setzt Infrastruktur-, Immobilien-, Agrar-, Rohstoff- und Private-Equity ETFs ein, die oft von wenigen anderen Portfoliomanagern genutzt werden.

Dynamisch: Wir denken nicht, dass unsere Regeln zu den besten Renditen oder den geringsten Risiken führen werden. Wir werden daher unsere Regeln immer wieder überprüfen und bei Bedarf

– ebenfalls regelbasiert – verbessern. Das sollte aber nicht zu häufig vorkommen, da die Transparenz erhalten werden soll und Handelskosten gering bleiben sollen.

Einfach: Wo immer es vertretbar ist, wird Diversifikator einfache Lösungen gegenüber komplexen Lösungen vorziehen.

Erfahren: Diversifikator ist ein neues Unternehmen aber Dirk Söhnholz ist seit 1999 in der institutionellen Anlageberatung tätig und hat dabei sehr viel Erfahrung auch mit Privatkunden und Fonds fast aller Anlageklassen gesammelt. Als Geschäftsführer einer BaFin-regulierten Kapitalverwaltungsgesellschaft war Dirk Söhnholz zeitweise für fast alle Funktionen der Gesellschaft verantwortlich.

ETF-Basiert: Diversifikator wird vor allem standardisierte ETF-basierte Vermögensverwaltungs-Modellportfolios anbieten.

Großanlegergeeignet: Alle Portfolios von Diversifikator werden so aufgesetzt, dass sie auch institutionellen Ansprüchen genügen.

Honorarbasiert: Provisionen von Anbietern werden nicht angenommen bzw., falls sie sich nicht vermeiden lassen, komplett an die Anleger weitergeleitet. Diversifikator wird nur vom Anleger bezahlt, allerdings nicht über Stundenlöhne, sondern über Servicegebühren, d.h. Promille-Anteile an den nach Diversifikator-Vorschlägen bzw. Regeln investierten Kapitalanlagen. Berater, die Diversifikator-Lösungen empfehlen, müssen sich von ihren Kunden bezahlen lassen, da Diversifikator keinerlei Provisionen an sie zahlt.

Kleinanlegergeeignet: Durch den Verzicht auf Einrichtungs- bzw. Mindestgebühren und das Angebot von Portfolios mit nur wenigen ETFs werden Einstiegshürden für Anleger möglichst niedrig gehalten.

Kooperativ: Diversifikator ist ein neues Unternehmen, das nicht alles selbst machen kann oder will. Diversifikator kooperiert daher mit anderen Unternehmen, um gemeinsam gute Lösungen für Kunden anzubieten.

Kostengünstig: Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass niedrige Kosten ein sehr wichtiger Faktor sind für die Erzielung attraktiver Renditen (s. B. Buch „Global Assset Allocation" von Mebane Faber). Diversifikator wird möglichst kostengünstige Fonds einsetzen, das heißt überwiegend ETFs, aber grundsätzlich auch sogenannte institutionelle Anteilklassen von Fonds, die keine Vertriebsprovisionen enthalten. Auch die Implementierungs- bzw. Handelskosten sollen günstig sein. Außerdem versucht Diversifikator, mit günstigen Gebühren auszukommen und verzichtet auf Ausgabeaufschläge oder andere Formen von Mindestgebühren und auch erfolgsabhängige Gebühren. Diversifikator weist erheblich niedrigere Gebühren als typische – auch ETF-basierte – Dachfonds auf.

Kritisch: Wir stehen zahlreichen Annahmen der klassischen Ökonomie und von Optimierungsmodellen kritisch gegenüber, wie der Annahme von rationalen Investoren,

effizienten Märkten, Normalverteilungsannahmen, aber auch einem sogenannten „das haben wir schon immer so gemacht" –Verhalten. Dagegen denken wir, dass es Herdenverhalten (s. Behavioral Finance) und andere psychologische Effekte gibt, aber auch Rückkehr zu „Normalitäten" (Reversion to the Mean).

Langfristorientiert: Diversifikator bietet nur Lösungen für eher langfristig orientierte Kapitalanleger an, nicht für kurzfristig orientierte Händler bzw. Trader.

Mutig: Viele Anlege selektieren Fonds basierend auf einer guten Rendite in der Vergangenheit. Untersuchungen zeigen aber, dass die vergangene Rendite kein guter Indikator für künftige Renditen ist. Diversifikator wird daher bewusst auch neue ETFs und systematisch-prognosefreie Fonds ins Angebot aufnehmen, die klein sind und nicht notwendigerweise einen langen Track Record bzw. eine hohe Liquidität aufweisen, zumal der Fokus von Diversifikator auf langfristiger Anlage und nicht auf kurzfristigem Trading liegt.

Online: Diversifikator wird seine Services online anbieten. Im Vordergrund steht dabei die Unterstützung von Beratern.

Portfoliodifferenzierung: Andere deutsche Online Plattformen sind nur auf Selbstentscheider ausgerichtet. Diversifikator richtet sich vor allem an Berater. Andere deutsche Online Plattformen bieten meist nur wenige, sehr einfache ETF Portfolios, pseudo-optimierte Portfolios oder intransparente Handelsstrategien an. Diversifikator bietet einige wenige robuste, vollkommen transparente und regelbasierte Portfolios an.

Prognosefrei: Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen (Urheber unbekannt). Selbst für einfache Kapitalanlagemodelle sind oft zahlreiche Prognosen für Renditen, Risiken und Abhängigkeiten erforderlich. Außerdem reagieren solche Modelle oft sehr sensibel auf kleine Eingabeänderungen. Diversifikator arbeitet prognosefrei.

Reguliert: Für regulierungspflichtige Aufgaben, bzw. sofern von Bank- oder Versicherungspartner gewünscht, wird Diversifikator seine Leistungen unter einem regulierten sogenannten Haftungsdach anbieten.

Risikoreduktionsorientiert: Bei den Anlagevorschlägen von Diversifikator steht die langfristige Vermögensvermehrung im Vordergrund, nicht kurzfristige Renditesteigerung. Zeitweise Verluste lassen sich dabei nicht vermeiden. Diversifikator plant, neben der Diversifikation von Portfolios künftig auch weitere Risikobegrenzungsmethoden anzubieten.

Schnell: Schnelle Reaktionszeiten sind Diversifikator wichtig.

Small Data orientiert: Kundendaten sind sehr sensibel. Das gilt besonders für Finanzdaten. Kundendaten sind außerdem das sogenannte Kapital von Kundenberatern, mit denen Diversifikator zusammenarbeiten möchte. Diversifikator versucht daher, mit möglichst wenig kundenindividuellen Daten auszukommen.

Smart: Bei der Erstellung von Portfolios wird besonders auch auf Risiko- bzw. Faktorababhängigkeiten geachtet und Erkenntnisse des sogenannten Smart-Beta bzw. Faktor-Investing berücksichtigt.

Stakeholder-orientiert: Für Diversifikator steht das Interesse der kooperierenden Berater im Vordergrund. Gleichberichtigt ist das Interesse von deren Kunden. Diversifikator ist nicht in erster Linie an einer möglichst starken Steigerung des Unternehmenswertes interessiert. Es ist nicht geplant, aktiv externes und oft kurzfristig orientiertes Eigenkapital (Venture Capital) einzuwerben. Es ist kein Börsengang geplant und auch kein Verkauf von Anteilen am Unternehmen.

Systematisch: Viele Kapitalanleger, auch Profis, haben Voreingenommenheiten („Behavioral Biases"). Das führt oft zu ineffizienten Kapitalanlagen. Diversifikator wird nur systematische Empfehlungen abgeben bzw. Portfolios zusammenstellen und alle verwendeten Regeln auch transparent machen.

Test-it-Yourself: Diversifikator will Endkunden und Beratern Arbeitsmittel (Tools) zur Verfügung stellen, damit diese möglichst Chancengleichheit mit professionellen Portfoliomanagern bekommen und Anlagestrategien besser testen können.

Transparenz nach Vorne: Passives Investieren gibt es nicht, denn es sind immer Annahmen nötig, z.B., dass man mit Aktien dauerhaft Geld verdienen kann. Diversifikator macht seine Annahmen, Regeln, Portfolios, Gebühren etc. transparent. Das bezeichnen wir als die aus unserer Sicht besonders wichtige zukunftsorientierte Transparenz, bzw. Transparenz nach vorne, nicht nach hinten.

Unabhängig: Diversifikator ist vollkommen unabhängig von Banken, Versicherungen, Asset Managern, ETF-Anbietern etc.

Verantwortungsvoll: Nach zahlreichen Untersuchungen ist verantwortungsvolles Investieren (sogenanntes „Responsible Investing" oder RI), - also Kapitalanlagen mit Fokus auf Umwelt, soziale und sonstige Wohlverhaltensaspekte -, mindestens genauso rentabel bzw. höchstens genauso risikoreich wie traditionelle Kapitalanlagen. Diversifikator wird – sofern möglich - verantwortungsvolle Kapitalanlagen in den Vordergrund stellen. Auch als Unternehmen wird sich Diversifikator bemühen, möglichst v zu agieren.

Vertrauensbasiert: Da die Lösungen von Diversifikator voll transparent sein sollen, können sie theoretisch kostenlos kopiert werden. Diversifikator vertraut darauf, dass Nutzer der Diversifikator-Vorschläge für diese auch die verlangten Gebühren an Diversifikator abführen.

Wissenschaftlich: Diversifikator wird versuchen, neueste wissenschaftliche Erkenntnisse zu berücksichtigen. Prof. Söhnholz hat selbst einige relevante Veröffentlichungen gemacht, z.B. „Asset Allocation, Manager-Selektion und Risiko-Overlay – Das Diversifikationsbuch" oder Beiträge zu systematisch-prognosefreien bzw. verantwortungsvollen Investieren (siehe www.prof-soehnholz.com).

Zukunftsorientiert: Online-Unterstützung, verantwortungsvolles Investieren, ETF-Einsatz, Faktorinvesting etc. gelten als Zukunftsthemen der Kapitalanlage.

7. Literaturverzeichnis

AON Hewitt: Das Weltmarktportfolio (2014): Konsequenzen für institutionelle Investoren, September

Auer, B.R. (2015a): Online Service-Portal der Auer Lehrbuchreihe; www.wima-auer-seitz.de

Auer, B.R. (2015b): Do socially responsible investment policies add or destroy European stock portfolio value?, in Journal of Business Ethics

Auer, B.R.; Schuhmacher, F. (2015): Extremwerttheorie und Value-at-Risk, WiSt, 5/2015, 259-267

Auer, B.R.; Schuhmacher, F. (2016): Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data, The Quarterly Review of Economics and Finance Nr. 59, S. 51-62

Bhattacharya, U.; Hackethal. A.; Kaesler, S.; Loos, B.; Meyer, S. (2012): Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study, Review of Financial Studies, 2012, 975-1032

Boudoukh, J; Katz, M.; Richardson, M.; Thapar, A. (2015): Risk Without Reward: The Case for Strategic FX Hedging, September 18, 2015, AQR Publication

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin 2015): Anlageberatung –Was Sie als Kunde beachten sollten, März

BVI (2014): Offene Investmentfonds: Flexibel und vor Insolvenz geschützt

Coval, J.D; Moskowitz, T. (1999): Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, The Journal of Finance, December, 2045 - 2073

Credit Suisse Research Institute (2014): Emerging capital markets: The road to 2030, July

Dahm, L.K.; Sorhage, C. (2015): Milk or Wine, Mutual funds (dis)economies of life, Centre for Financial Research Working Paper, 05

DeMiguel, V; Garlappi, L; Uppal, R. (2009): Optimal versus Naive Diversification: How Inefficient Is the 1/N Portfolio Strategy?, in The Review of Financial Studies, vol. 22 nr. 5

Doeswijk, R.Q.; Lam, T.R.; Swinkels, L. (2014): The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012, Jan.

Errunza, V.; Hogan, K; Hung, M-W (1999): Can the Gains from International Diversification Be Achieved without Trading Abroad?, Journal of Finance 54.6, 2075-2107

Eurosif European SRI Study 2016

Faber, M. (2015): Global Asset Allocation: A survey of the worlds' top investment strategies

Fama, E.F.; French, K.R. (2013): A Five Factor Asset Pricing Model, November

Feingold, B. (2013): Managerporträt Dirk Söhnholz: Kein Interesse an Großkonzernen, in: FAZ, 22.10.

Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31

Gabriel, J. (2016): Rethinking Commodities: Why the portfolio diversification benefits of commodity futures are disappearing, in Morningstar, Dec./Jan., S. 57-59

Gadzinski, G.; Schuller, M.; Vacchino, A. (2016): The Global Capital Stock. A proxy for the global unobservable global market portfolio, Panthera Working Paper, October

Gadzinski, G.; Schuller, M; Vacchino, A. (2018): The Global Capital Stock: Finding a Proxy for the Unobservable Global Market Portfolio, The Journal of Portfolio Management summer 2018, S. 12-23

Geczy, C.C.; Samonov, M. (2015): 215 Years of Global Multi-Asset Momentum: 1880-2014 (Equities, Sectors, Currencies, Bonds, Commodities, Stocks), 18.5.

Hale, J. (2016): The appeal of sustainable investing, in Morningstar, Dec./Jan., S. 37-41

Heuser, H. (2015): Eine Runde geht noch, Fonds Professionell Nr. 4/2015, S. 224-226

Hoesli, M.; Oikarinen, E. (2012): Are REITs real estate? Evidence from international sector level data, Swiss Finance Institute

Hsu, J.; Kalesnik, V. (2014): Finding Smart Beta in the Factor Zoo, Research Affiliates, July

Hurst, B.; Ooi, Y.H.; Pedersen, L.H. (2012): A century of Evidence on trend following investments, AQR Fall

IOSCO (2014): Corporate Bond Markets: A Global Perspective, Volume 1", April

Jakob, Robin G. (2012): Infrastructure Benchmarks and Tests of Mean Variance Spanning, Diss., Univ. Basel 2012, S. 11-13

Jacobs, H.; Müller, S.; Weber, M. (2009): How should private investors diversify? An empirical evaluation of alternative asset allocation policies to construct a "world market portfolio", Sept. 4

Kaufmann, Chr.; Weber, M.; Haisley, E. (2013). The role of experience sampling and graphical displays on one's investment risk appetite, in Management Science No 2, S. 323-340

Kroenke, T.A.; Schindler, F.; Steininger, B.I. (2013): How much real estate is in listed real estate? Working Paper, 10.10

Lempérière, I.; Deremble, C.; Seager, P.; Potters, M., Bouchaud, J.P. (2014): 2 centuries of Trend Following, 15.4.

Malkiel, B.G.; Ellis, Ch.D. (2013): The Elements of Investing, Easy lessons for every investor

Norges Bank Investment Management (2013): Infrastructure Investments, Discussion Note No. 2.

Pool, V.K.; Stoffman, N.; Yonker, S.E. (2012): No Place Like Home: Familiarity in Mutual Fund Manager Portfolio Choice, Review of Financial Studies, Vol. 25, 2563-2599

Reinhart, C.; Rogoff, K.N. (2009): This time is different: Eight centuries of financial follies, 2009

Rekenthaler, J. (2016): The argument about time diversification: Should time horizon affect asset allocation, in Morningstar, Dec./Jan., S. 13-15

Schuhmacher, Frank; Eling, Martin (2010): Sufficient Conditions for Expected Utility to Imply Drawdown-Based Performance Rankings, or Are Drawdown-Based Performance Measures as Good as the Sharpe Ratio?, Arbeitspapier, 22.2.2010

Schuster, C.: QAP Rückblick 1. Quartal 2016, QAP Analytic Solutions GmbH, 19.4.2016

Söhnholz, D. (2014b): Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6, 58-63

Söhnholz, D. (2014a): Vermögensverwaltung aus einer Hand –wie viel „aktiv" steckt dahinter? In Veritas Investment Newsletter Fonds aktuell Nr. 1, 1-2

Söhnholz, D. (2013): Systematisierung und Diversifikation von Investmentphilosophien, in Absolut Report Nr. 6, 64-69

Söhnholz, D. (2012b): Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6.

Söhnholz, D. (2012a): Systematische und prognosefreie Diversifikation, in Absolut Report Nr. 2, 36-42

Söhnholz, D.; Burkert, M. (2008): Naive strategische Asset Allocation, in: Absolut Report Nr. 43, S. 14-21

Söhnholz, D./Frank. R. (2018): Verantwortungsvolle Geldanlagen: Vorschlag einer praxistauglichen Klassifizierung, Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Assetmanagement, Sept. 2018

Söhnholz, D.; Rieken, S.; Kaiser, D. (2010): Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselektion: Das Diversifikationsbuch, Gabler-Verlag

Solnik, B. (1997): Integrating Global Asset Allocation and Currency Management, CFA Institute

Tobin, J. (1958): Liquidity preference as behavior towards risk, Review of Economic Studies, Vol. 41, S. 32-43

Towers Watson (2013), Understanding Smart Beta, August

United Nations Environment Program Finance Initiative (UNEP) (2015): Fiduciary Duty in the 21st century, September

United Nations Human Development Program (UNDP 2015), Bericht über die menschliche Entwicklung

Vacchino, A.; Schuller, M. (2015): Der globale Kapitalstock 2005-2014 - eine natürliche Benchmark für Multi-Asset-Portfolios, ipe institutional investment, 21.Sept.

Vanguard (2010): Best practices for portfolio rebalancing, Vanguard research July

Weber, M. et al. (2015): Genial einfach investieren: Mehr müssen Sie nicht wissen - das aber unbedingt (eBook)

Wynter, M. (2012): Why Did the Equity Home Bias Fall During the Financial Panic of 2008?, November

8. Disclaimer

Diversifikator bietet keine Anlageberatung für Privatkunden an. Keine der hier genannten Überlegungen sind als Anlageberatung zu verstehen. In diesem Dokument sind Links bzw. Verweise auf fremde Internetseiten zu finden. Für die Aktualität bzw. Inhalte solcher Seiten wird keinerlei Verantwortung übernommen. Zur besseren Lesbarkeit des Textes wurden nur männliche Bezeichnungen statt neutraler oder weiblicher verwendet.